Mihaela Onofrei

Management financiar

Ediția a II-a

CU IAȘI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Fil. 21. 027

Editura C.H. Beck

BIBL. CENTR. UNIV.
„M. EMINESCU" IAŞI
III 21. 027

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Management financiar

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BIBL. CENTR. UNIV.
„M. EMINESCU" IAŞI
021. 02

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Mihaela Onofrei

172122

Management financiar

Ediția a II-a

428060
B.C.U. IASI

Editura C. H. Beck
București 2007

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Editura C.H. Beck este acreditată CNCSIS – Consiliul Naţional al Cercetării Ştiinţifice din Învăţământul Superior

Management financiar
Mihaela Onofrei

Copyright © 2006, 2007 – Editura C.H. Beck

Toate drepturile rezervate Editurii C.H. Beck
Nicio parte din această lucrare nu poate fi copiată fără acordul scris al Editurii C.H. Beck
Drepturile de distribuţie în străinătate aparţin în exclusivitate editurii

Descrierea CIP a Bibliotecii Naţionale a României
ONOFREI, MIHAELA
Management financiar / Mihaela Onofrei. - Ed. a 2-a, rev. - Bucureşti : Editura C.H. Beck, 2007
Bibliogr.
ISBN 978-973-115-149-6
65.012.4:336

Editura C.H. Beck Str. Serg. Nuţu Ion nr. 2, sector 5, Bucureşti
Tel.: (021) 410.08.47; (021) 410.08.09;
(021) 410.08.73; (021) 410.08.46
Fax: (021) 410.08.48
E-mail: comenzi@beck.ro

Redactor: Valeriu Vaţel
Tehnoredactor: Niculina Stoica

Printed in Abagar, Bulgaria; e-mail: abagar@dir.bg

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

2 9 MAI 2008

Cuprins

Introducere ..... **VII**

Capitolul 1. Conținutul managementului financiar al întreprinderii **1**
1.1. Managementul financiar: definiție, obiective, atribuții, funcții 1
1.2. Decizia financiară – actul fundamental al managementului financiar al întreprinderii 5
1.2.1. Tipologia deciziilor financiare la nivel microeconomic 5
1.2.2. Categorii de participanți (*stakeholders*) implicați în fundamentarea deciziilor financiare ale întreprinderii 10
1.3. Implicarea investitorilor instituționali în controlul managementului financiar 17

Capitolul 2. Rolul guvernării corporative în armonizarea intereselor dintre *stakeholders* **19**
2.1. Conceptul de guvernare corporativă și utilitatea acestuia 19
2.2. Principiile de guvernare corporativă și aplicabilitatea acestora în România 22
2.2.1. Drepturile și tratamentul echitabil al acționarilor 22
2.2.2. Rolul grupurilor de interese (*stakeholders*) 26
2.2.3. Consiliul de Administrație și supravegherea conducerii 28
2.2.4. Transparența și asigurarea accesului la informații 31
2.3. Modalități de soluționare a conflictelor dintre acționari-manageri și acționari-creditori 32
2.4. Modele de guvernare corporativă 36

Capitolul 3. Implicarea analizei financiare în procesul de fundamentare a deciziilor la nivel microeconomic **41**
3.1. Rolul analizei financiare în procesul de conducere la nivel microeconomic 41
3.2. Analiza poziției financiare a întreprinderii și impactul său 45
3.2.1. Considerații privind necesitatea abordării bilanțului din perspectivă financiară 45
3.2.2. Analiza bilanțului financiar (analiza lichiditate-exigibilitate) 47
3.2.3. Analiza funcțională a bilanțului 63
3.3. Analiza stării de performanță financiară a întreprinderii și impactul său 70
3.3.1. Analiza soldurilor intermediare de gestiune 71
3.3.2. Analiza capacității de autofinanțare 77
3.3.3. Analiza fluxurilor de numerar (*cash-flow*) ale întreprinderii. Delimitări între *cash-flow* și profit 81

BCU LIBRARY

Capitolul 4. Diagnosticul rentabilității și al riscului întreprinderii 87
4.1. Metode utilizate în elaborarea diagnosticului rentabilității și al riscului 87
4.2. Implicarea sistemului ratelor în diagnosticarea rentabilității întreprinderii 89
4.2.1. Rata de rentabilitate a capitalului investit de proprietari 90
4.2.2. Rata de rentabilitate a capitalului investit de creditori 93
4.2.3. Rata de rentabilitate economică 94
4.2.4. Analiza factorială a rentabilității (sistemul de rate Du Pont) 96
4.3. Diagnosticul riscului. Tipologia riscului 98
4.3.1. Riscul economic 99
4.3.2. Riscul financiar 104
4.3.3. Metode de apreciere a riscului de faliment al întreprinderii 108

Capitolul 5. Managementul financiar al firmelor aflate în dificultate 111
5.1. Considerații generale 111
5.2. Reglementarea falimentului și efectele sale în țara noastră în perioada postdecembristă 112
5.3. Starea de eșec a firmei și fundamentarea deciziei financiare în caz de faliment 114
5.4. Conținutul procedurii reorganizării judiciare și a falimentului 118
5.5. Posibilități de evitare a falimentului prin adoptarea strategiilor de schimbare 120
5.6. Implicarea autorităților publice în salvarea și restructurarea firmelor aflate în dificultate prin acordarea de ajutoare de stat 123
5.7. Proceduri de lichidare a firmei 124

Bibliografie selectivă 129

BCU IAȘI CENTRALĂ UNIVERSITARĂ

INTRODUCERE

În lumea afacerilor, constituirea şi utilizarea eficientă a capitalurilor reprezintă condiţia de bază a succesului şi o dovadă a faptului că spiritul antreprenorial s-a materializat în decizii financiare de calitate. Indiferent că avem de-a face cu decizii de anvergură sau cu soluţii salvatoare de moment, ele reprezintă actul fundamental al managementului financiar şi piatra de încercare a celor care conduc o întreprindere. Aceasta face din managerul financiar un actor important al procesului de creare a valorii, care dispune de capacitatea de a influenţa repartizarea bogăţiei.

Iată de ce lucrarea de faţă îşi propune să abordeze problematica extrem de importantă a managementului financiar, având convingerea că acest demers încearcă să elimine, măcar în parte, obstacolele care ne împiedică să luăm întotdeauna decizii financiare corecte şi profitabile. În prezent, întreprinderea nu mai este o entitate omogenă unde toţi cei implicaţi în afacere muncesc pentru maximizarea averii proprietarilor; fiecare dintre aceştia (furnizori, clienţi, manageri, salariaţi, creditori etc.) are propriile aspiraţii care se reflectă în decizii financiare greu de armonizat. De aceea, rolul managerului este de a ţine cont de eventualele conflicte ce decurg din reunirea unei multitudini de interese sub „acelaşi acoperiş", deoarece pun în pericol eficienţa dacă nu sunt cunoscute şi reglementate corespunzător, cu ajutorul guvernării corporative.

Prin urmare, în economia lucrării am acordat o atenţie deosebită modului în care aplicarea standardelor de guvernare corporativă, alături de analiză şi diagnostic financiar, contribuie la fundamentarea unor decizii financiare pe baze profesioniste şi limitează riscul de eroare. De asemenea, am considerat că din abordarea noastră nu putea lipsi managementul financiar al firmelor aflate în dificultate, pentru care reorganizarea poate fi o soluţie salvatoare sau, dimpotrivă, prin faliment sunt eliminate din mediul de afaceri, pentru a nu prejudicia funcţionalitatea economiei.

Doresc să aduc alese mulţumiri prestigioasei Edituri C. H. Beck, care a făcut posibilă reeditarea lucrării, şi tuturor celor care o vor citi, devenind beneficiari direcţi ai acestei strădanii.

Iaşi, august 2007
Prof. Univ. Dr. Mihaela ONOFREI
Universitatea „Alexandru Ioan Cuza"
Facultatea de Economie şi Administrarea Afacerilor

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 1
CONŢINUTUL MANAGEMENTULUI FINANCIAR AL ÎNTREPRINDERII

1.1. Managementul financiar: definiţie, obiective, atribuţii, funcţii

În condiţiile economiei de piaţă, eficienţa unei întreprinderi depinde într-o proporţie covârşitoare de capacitatea managerilor de a înţelege şi aplica principiile, metodele şi tehnicile moderne de management. Calitatea actului de management este o condiţie vitală pentru ca firmele să obţină avantaje competitive şi să reziste în mecanismele concurenţiale. Afirmaţia anterioară este cu atât mai importantă cu cât, în ultimii ani, s-a demonstrat că factorul principal al falimentului unei întreprinderi îl reprezintă incompetenţa managerilor şi greşelile de conducere datorate unor erori în materie decizională. Într-o analiză structurală, acest factor deţine o pondere de 60%, fiind urmat la mare distanţă de evoluţia nefavorabilă a pieţei (cu o pondere de 20%), fenomene naturale, incendii, calamităţi, cutremure (cu o pondere de 10%) şi alte cauze (10%).

Având în vedere că falimentul apare ca urmare a imposibilităţii întreprinderii de a-şi onora obligaţiile de plată şi este determinat de lipsa de lichidităţi, putem susţine că **managementul activităţii financiare** este cauza succesului sau eşecului întreprinzătorilor. Aşadar, conducerea prin finanţe a unei întreprinderi vine în sprijinul fundamentării politicii financiare la nivel microeconomic, concretizându-se într-o multitudine de decizii financiare, cu impact asupra performanţelor financiare. În aceste condiţii, întreprinderea apare ca un centru autonom de decizie care deţine putere economico-financiară.

„Existenţa unei structuri de putere – afirma P. Conso – constituie suportul procedurii interne de luare a deciziilor. Gradul de raţionalitate al deciziei depinde de rolul oamenilor şi de sistemul de valori la care aceştia acceptă să adere."[1]

Noţiunea de **putere** este fundamentală pentru înţelegerea procesului decizional, iar argumentele care pledează pentru conservarea şi sporirea acesteia sunt, prin excelenţă, de natură **financiară**.

Prin urmare, din multitudinea formelor de management, un rol fundamental a dobândit managementul financiar care, în contextul actual al Uniunii Europene, trebuie să contribuie la formarea unei noi mentalităţi despre afaceri şi la sporirea competitivităţii. Astfel, la summit-ul organizat la Barcelona în primăvara anului 2002 s-a ajuns la concluzia că procesul de integrare europeană trebuie să se bazeze nu doar pe marile concerne, ci şi pe **întreprinderile mici şi mijlocii**. Acestea din urmă, printr-un management financiar adecvat, au rolul de a reinstaura încrederea investitorilor şi consumatorilor şi, implicit, de a relansa iniţiativa şi activitatea economică în spaţiul comunitar.

---

[1] Conso, P. – *La gestion financière de l'entreprise. Les techiques et l'analyse financière*, tome 1, Édition Dunod, Paris, 1981, p. 10.

Aşadar, indiferent de mărimea şi forma de proprietate a întreprinderii, managementul financiar îşi asumă în cea mai mare parte răspunderea pentru politica financiară adoptată la nivel microeconomic, care urmează a se aplica în vederea atingerii obiectivelor urmărite de proprietarii şi/sau administratorii resurselor financiare. Din acest motiv, multitudinea **definiţiilor** întâlnite în literatura de specialitate identifică **managementul financiar** cu domeniul care se ocupă cu **fundamentarea deciziilor financiare** la nivelul întreprinderii. Managementul financiar reprezintă un ansamblu de principii, metode, tehnici, instrumente şi acţiuni prin intermediul cărora se fundamentează deciziile financiare în contextul realizării unor obiective organizaţionale, formulate printr-o strategie de firmă.

În cazul managementului financiar, **obiectivul său general** este de a asigura **eficienţa constituirii şi utilizării capitalului**, realizând pe această cale suportul financiar pentru maximizarea valorii de piaţă a firmei şi, implicit, creşterea averii acţionarilor. În raport cu acest obiectiv, unii autori[2] definesc managementul financiar şi într-o formă simplificată, focalizându-l numai pe conducerea eficientă a procesului de alocare corectă şi profitabilă a resurselor.

Apreciem că o asemenea privire restrictivă asupra problematicii managementului financiar conştientizează importanţa fundamentării deciziei de investiţii, abordată adesea cu sintagma „alocarea capitalului" (*capital budgeting*), dar minimizează problematica stabilirii structurii financiare şi determinării costului capitalului. Or, capitalul reprezintă un factor important de producţie, dar este o resursă limitată care se procură de pe piaţa financiară la un anumit **cost**. Acest efort financiar care face obiectul fundamentării deciziilor de investiţii şi de finanţare devine implicit limita minimă a randamentului financiar scontat cu care trebuie valorificate activele firmei şi se înscrie în preocupările managerilor financiari.

Se poate aprecia că decizia financiară devine actul fundamental al managementului financiar, fiind rezultatul unui proces raţional de alegere conştientă, din mai multe variante posibile, a unei soluţii considerate optime în planul activităţilor şi operaţiunilor financiare. Fundamentarea corectă a deciziilor financiare nu este posibilă fără o **analiză financiară** prealabilă, al cărei obiectiv constă în diagnosticarea stării de performanţă financiară a întreprinderii la încheierea exerciţiului. Ea îşi propune să stabilească punctele tari şi punctele slabe ale activităţii financiare, în vederea fundamentării unei noi strategii manageriale de menţinere şi expansiune într-un mediu concurenţial. De asemenea, analiza financiară face obiectul preocupărilor externe ale partenerilor economici şi financiar-bancari pentru fundamentarea unor posibile acţiuni de cooperare cu respectiva întreprindere. În sfârşit, „bugetarea" oricărei acţiuni a întreprinderii, atragerea de capitaluri externe (proprii şi împrumutate), păstrarea şi extinderea segmentelor de piaţă găsesc în analiza financiară o bază de fundamentare ca premisă esenţială în efectuarea unei judecăţi profesionale şi adoptării de decizii financiare optime.

Aşadar, analiza financiară[3] este integrată în activitatea de conducere a întreprinderii şi oferă cele mai bune soluţii pentru fundamentarea deciziilor financiare. Calitatea deciziilor financiare adoptate va exercita un impact direct asupra gestiunii financiare

[2] Bran, P. – *Finanţele întreprinderii*, Editura Economică, Bucureşti, 1997.

[3] Isfăneşcu, A., Stănescu, C., Băicuşi, A. – *Analiza economico-financiară*, Editura Economică, Bucureşti, ediţia a II-a, 1999, p. 10.

care reprezintă „ansamblul acțiunilor de administrare (gospodărire – n.a.) a resurselor bănești ale întreprinderii."[4] În linii mari, putem distinge o gestiune financiară pe termen scurt (a activelor și pasivelor circulante de trezorerie, localizate în partea de jos a bilanțului) și o gestiune financiară pe termen mediu și lung (a activelor și pasivelor permanente, situate în partea de sus a bilanțului).

Gestiunea financiară pe termen scurt are ca obiectiv asigurarea echilibrului financiar între nevoile de capitaluri circulante și de trezorerie, pe de o parte, și sursele de capitaluri atrase temporar (inclusiv creditele de trezorerie și de scont), pe de altă parte. Gestiunea financiară pe termen lung are ca obiectiv alegerea unei strategii financiare de creștere și consolidare a valorii întreprinderii. O viziune de ansamblu asupra inter-relațiilor dintre analiza financiară, deciziile financiare și gestiunea financiară este prezentată în **Figura nr. 1.**

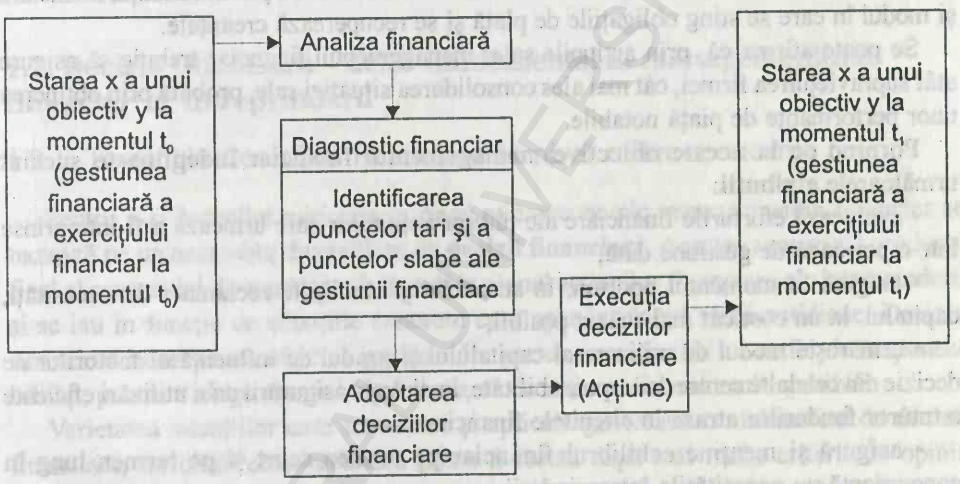


Figura nr. 1
Implicarea analizei financiare în procesul decizional al întreprinderii

Natura acțiunilor întreprinse de managementul financiar într-un context dat se subordonează în exclusivitate obiectivelor de bază ale organizației. Pentru marile întreprinderi, acest obiectiv vizează maximizarea valorii întreprinderii (a acțiunilor sale), iar pentru întreprinderile mici și mijlocii obiectivul substanțial este asigurarea rentabilității și autonomiei financiare.

În cazul **firmelor cu caracter productiv**, la care se urmărește cucerirea unor noi segmente de piață, nu în toate cazurile obiectivul primordial al managementului financiar îl va reprezenta maximizarea valorii întreprinderii, ci asigurarea resurselor de finanțare, de susținere a manevrelor strategice pentru a putea crea putere economică. Un asemenea obiectiv de anvergură va pune pe un plan secundar realizarea protecției mediului înconjurător, salarizarea mai bună a lucrătorilor și îmbunătățirea condițiilor de muncă ale acestora, care vor trebui să se supună constrângerilor financiare datorate expansiunii.

[4] Stancu, I. – *Gestiunea financiară*, Editura Economică, București, ediția a II-a, 1994, p. 27.

În cazul **firmelor mici şi mijlocii**, obiectivul de bază al organizaţiei este influenţat de afirmarea calităţilor personale ale managerului în a dobândi succesul. În acest caz, în atenţia managementului financiar se vor afla acele acţiuni prin care se vor sublinia performanţele de excepţie ale managerului cum ar fi: acţiuni surpriză la bursă, plasamente de capital surprinzătoare, asocieri în afaceri, în scopul obţinerii unor nivele deosebite de profitabilitate, uneori ieşite din comun. Este de remarcat că nu întotdeauna ideile de afaceri ale managerilor sunt agreate de acţionari/proprietarii de capitaluri, fapt care generează conflicte de interes, asupra cărora vom reveni ulterior.

În sfârşit, în cazul **firmelor aflate în lichidare**, fie ca urmare a unei acţiuni voluntare, fie a uneia judecătoreşti, obiectivul managerial este acela de a continua afacerile, până la desfiinţare, prin atenuarea cât mai mult posibil a efectelor nefavorabile rezultate prin aplicarea deciziei de lichidare. Pentru managementul financiar este important ca la sfârşitul perioadei de lichidare să se stabilească o concluzie clară privind situaţia financiară şi modul în care se sting obligaţiile de plată şi se recuperează creanţele.

Se poate afirma că, prin acţiunile sale, managementul financiar trebuie să asigure atât supravieţuirea firmei, cât mai ales consolidarea situaţiei sale, probată prin obţinerea unor performanţe de piaţă notabile.

Pornind de la aceste obiective, managementul financiar îndeplineşte succint următoarele **atribuţii**:

- evaluează eforturile financiare ale tuturor acţiunilor care urmează a fi întreprinse într-o perioadă de gestiune dată;
- asigură la momentul oportun, în structura şi condiţiile reclamate de necesităţi, capitalul, la un cost cât mai scăzut posibil;
- urmăreşte modul de utilizare al capitalului şi gradul de influenţă al factorilor de decizie din celelalte centre de responsabilitate, în direcţia asigurării unei utilizări eficiente a tuturor fondurilor atrase în circuitele financiare;
- asigură şi menţine echilibrul financiar pe termen scurt şi pe termen lung în concordanţă cu necesităţile întreprinderii;
- urmăreşte obţinerea rezultatului financiar scontat şi îl repartizează pe destinaţii.

Managementul financiar, în calitate de componentă de bază, de sine stătătoare a managementului general al organizaţiei, îndeplineşte două **funcţii** esenţiale şi anume:

a) planificarea şi controlul activităţii organizaţiei prin prisma criteriilor şi mijloacelor specifice finanţelor;

b) fundamentarea şi adoptarea de decizii financiare, legate de îndeplinirea obiectivelor propuse prin programe, cu luarea în considerare a criteriilor de eficienţă financiară.

Rolul managementului financiar este de a crea un cadru de acţiune favorabil, în care urmează să se stabilească conexiunile fireşti dintre **obiectivele** financiare ale firmei, **valoarea** de piaţă a acesteia, **mijloacele şi instrumentele** folosite pentru măsurarea performanţelor sale financiare. Această triadă este absolut necesară deoarece, o dată ce obiectivele firmei au fost identificate, definite şi evaluate, performanţele obţinute la nivel microeconomic trebuie monitorizate şi analizate.

În vederea îndeplinirii atribuţiilor şi realizării funcţiilor specifice managementului financiar, este necesar ca întreprinderea să deţină personal calificat în posturi ce reclamă competenţe decizionale. Nu se poate susţine că numai personalul de specialitate din compartimentul financiar al firmei realizează acţiuni specifice managementului financiar.

Prin implicațiile de natură financiară pe care le exercită, orice acțiune din domeniul tehnic, comercial, aprovizionare, resurse umane etc. face ca diferiți decidenți de diferite profesii, din diferite centre de responsabilitate, să se implice în același timp în înfăptuirea managementului financiar eficient. Avantajele unui management financiar eficient sunt următoarele:

- controlul mai ușor al fluxurilor de venituri și cheltuieli;
- adoptarea în cunoștință de cauză a deciziilor financiare importante pentru viitorul întreprinderii;
- furnizarea către investitorii potențiali, în orice moment, de informații despre planurile financiare ale întreprinderii;
- întocmirea de rapoarte și analize financiare profesioniste, bine fondate, care iau în considerare variabilele interne și externe ale întreprinderii;
- creșterea gradului de profitabilitate a afacerii.

1.2. Decizia financiară – actul fundamental al managementului financiar al întreprinderii

1.2.1. Tipologia deciziilor financiare la nivel microeconomic

Pentru a-și îndeplini misiunea la nivel microeconomic, managementul financiar se bazează pe un ansamblu diversificat de **decizii financiare**. Acestea reprezintă produsul final al procesului de conducere înfăptuit în planul acțiunilor financiare ale întreprinderii și se iau în funcție de situațiile concrete care apar în planul vieții cotidiene. Decizia financiară necesită un efort de gândire din partea managerilor cu astfel de responsabilități, pentru a alege cea mai bună variantă de acțiune din mai multe posibile.

Varietatea situațiilor care sunt luate și aplicate generează o multitudine de decizii financiare, iar clasificarea acestora poate fi făcută după mai multe criterii. În opinia noastră, considerăm că merită să insistăm asupra a două criterii de bază, care pun în evidență cele mai reprezentative decizii financiare ale întreprinderii, astfel:

a) după **natura obiectivelor** urmărite (orizontul de timp vizat), se disting trei categorii de decizii financiare: decizii strategice, decizii tactice, decizii operaționale (a se vedea **Figura nr. 2**).

Tipul deciziei financiare	Incidență	Numărul informațiilor necesare	Luarea deciziei
Strategică	termen lung	Ridicat	Lentă
Tactică	termen mediu	Limitat	Lentă
Operațională	termen scurt	Limitat	Rapidă

Figura nr. 2
Clasificarea deciziilor financiare ale întreprinderii după natura obiectivelor urmărite

Sursa: Avare, Ph., Ravary, L. ș.a. – *Gestiune și analiză financiară*, Editura Economică, București, 2002, p. 15.

Deciziile strategice se raportează la angajarea unor obiective de mare amploare, având un conținut complex și un rol determinant în evoluția întreprinderii. Ele stabilesc coordonatele majore ale strategiei financiare promovate pe termen lung. În unele opinii[5] se consideră că de aceste decizii depinde supraviețuirea întreprinderii. Este vorba, de exemplu, de introducerea unui nou produs, de o investiție costisitoare sau de o extindere în exterior prin achiziția unei alte societăți. Luarea unei asemenea decizii cere o analiză completă a întreprinderii și a mediului său pentru limitarea riscului de eroare. Procesul decizional este în acest caz lung și face apel la numeroase tehnici posibile (studii de piață, planuri de finanțare, analiza rentabilității investițiilor), după cum se observă în **Figura nr. 3.**

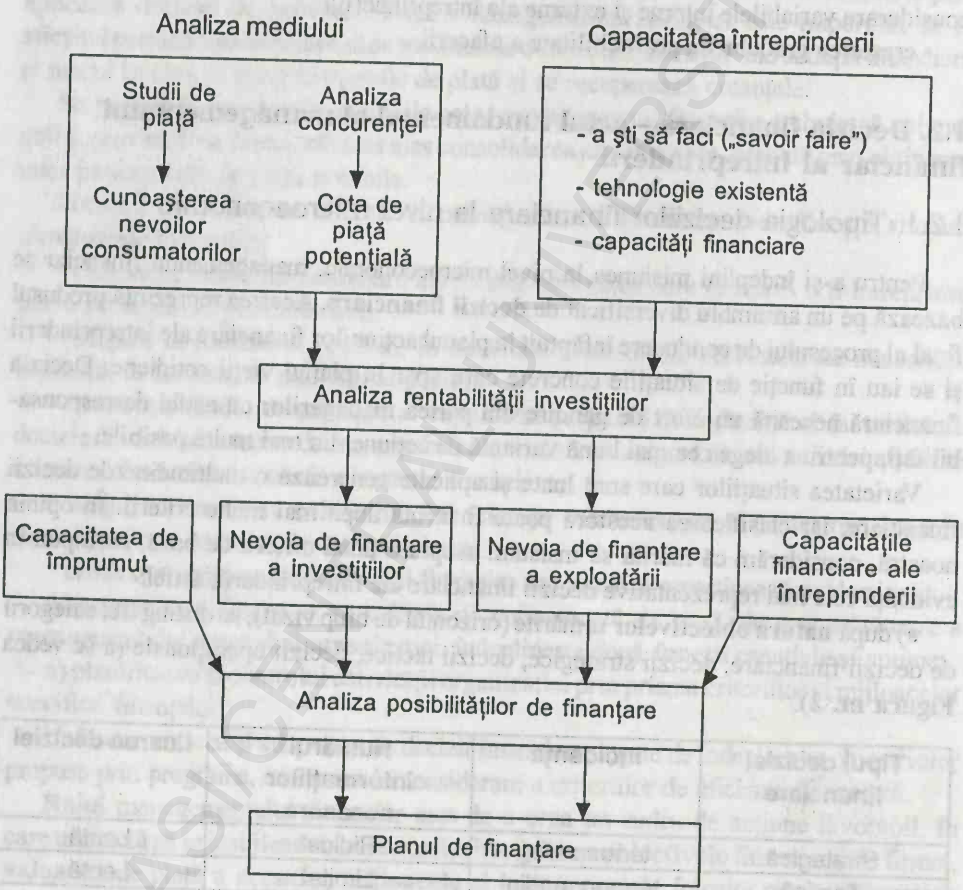


Figura nr. 3
Procesul de luare a unei decizii strategice

[5] Avare, Ph., Ravary, L. ș.a. – *op. cit.*, p. 15.

O strategie[6] reușită trebuie să armonizeze în mod creator oportunitățile pieței cu posibilitățile societății, etaloanele de valoare cu obligațiile. **Oportunitățile pieței** determină ceea ce compania ar putea produce, iar identificarea acestora necesită o evaluare meticuloasă a ocaziilor și pericolelor în afaceri. Posibilitățile societății se referă la ceea ce compania poate produce, iar cunoașterea acestora implică o analiză a punctelor tari și slabe ale firmei din punct de vedere tehnic, financiar, uman etc. **Etaloanele valorice** ale societății reflectă ceea ce compania dorește să producă din punct de vedere al valorii și aspirațiilor principalilor factori de decizie și al culturii sale. La rândul lor, **obligațiile societății** determină ceea ce compania ar trebui să producă din punct de vedere al responsabilităților non-economice, cu scopul de a răspunde așteptărilor sociale.

Deciziile tactice corespund realizării operațiunilor financiare curente, sunt subordonate deciziilor strategice, reprezentând continuarea logică a acestora, pe care le vor detalia și segmenta. Ele sunt mai numeroase, dar mai simple prin conținut și mai precis conturate. Este vorba, de exemplu, de întocmirea bugetelor sau de politica de aprovizionare. Aceste decizii cer informații limitate, dar care rămân importante.

Deciziile operaționale sunt cele mai numeroase. Este vorba de rezolvarea unei probleme de oprire a producției, ca urmare a defectării unui utilaj sau a unor disfuncționalități în aprovizionare, care a generat o ruptură de stocuri. Asemenea decizii solicită un număr redus de informații, dar au o importanță deosebită, întrucât de rapiditatea cu care se adoptă depind eficacitatea și productivitatea întreprinderii.

b) după **natura activităților** care generează fluxurile financiare, deciziile financiare sunt de trei tipuri:

- **decizii de investiții**, cu influență directă asupra structurii activelor întreprinderii, deci asupra gradului lor de lichiditate;
- **decizii de finanțare** care determină structura pasivului și exercită modificări în gradul de exigibilitate al pasivelor și în costul capitalului;
- **decizii de repartizare a profitului** care influențează modalitățile de repartizare a dividendelor, exercitând implicații directe asupra investițiilor și autofinanțării.

➢ **Decizia de investiții** poate fi considerată una dintre cele mai importante decizii luate de către managerii financiari, dacă nu chiar cea mai importantă. De corecta fundamentare a deciziei de investiții depind afirmarea în mediul de afaceri a întreprinderii și creșterea cotei sale de piață. Decizia de investiții abordează problematica alocării capitalului pentru active fizice sau active financiare; locul central revine activelor imobilizate, dobândite ca rezultat al investițiilor de capital. Prin această decizie, resursele bănești de care dispune întreprinderea sunt alocate eficient pentru achiziționarea, construirea, modernizarea activelor fixe și acumularea de stocuri materiale etc. în volumul și structura adecvată funcționării ei la parametri cât mai înalți. De asemenea, lichiditățile disponibile se pot plasa respectând cerințele eficienței pe piața de capital pentru achiziționarea de active financiare. Indiferent de variantele alese, decizia de investiții trebuie să se subordoneze îndeplinirii obiectivelor pe termen mediu și lung stabilite prin politica generală a întreprinderii.

[6] Charkham, J. – *In search of good directors*, *apud* Piperea, Gh., *op.cit.*, p. 554.

➢ **Decizia de finanţare** urmăreşte alegerea structurii de finanţare a întreprinderii, analizând pe criterii de optim costul fiecărei surse de capital. În cadrul său se optează asupra proporţiilor ce revin capitalului propriu, respectiv capitalului împrumutat. De asemenea, trebuie luată în considerare şi posibilitatea atragerii temporare a unor resurse băneşti ce aparţin altor persoane (fizice, juridice, stat) cu care întreprinderea întreţine relaţii financiare. În acest context, se optează asupra limitelor emisiunii de acţiuni şi ale distribuirii profitului pentru autofinanţare pe de o parte şi ale celor ale îndatorării, pe de altă parte, ţinând cont de diversitatea surselor de finanţare prezentate în **Figura nr. 4.**

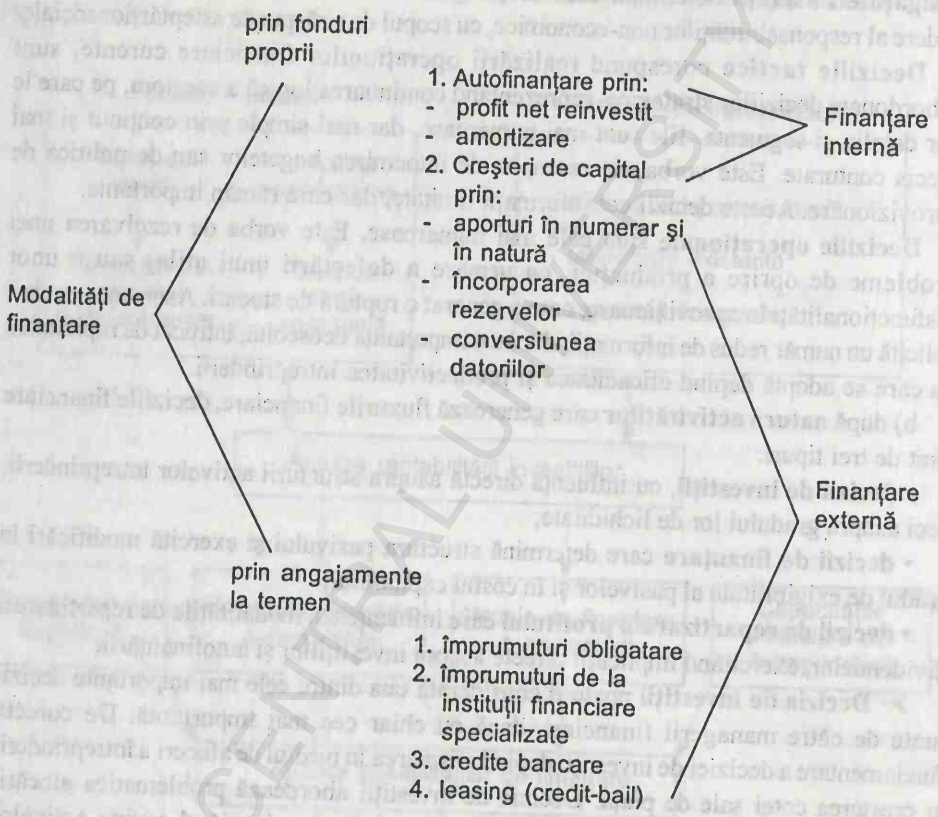


Figura nr. 4
Modalităţi de finanţare a întreprinderii

Decizia de finanţare la nivel microeconomic este influenţată într-o manieră semnificativă de modul în care funcţionează mecanismele economice la nivel regional, naţional şi chiar mondial.

➢ La rândul său, **decizia de repartizare a profitului** marchează finalitatea procesului de management financiar şi constă firesc în distribuirea de dividende. Această decizie se concretizează, în esenţă, prin opţiunile întreprinderii între reinvestirea parţială

sau integrală a profitului net și/sau distribuirea acestui profit sub formă de dividende către acționari. Decizia privind dividendele are un caracter controversat, fiind influențată de fiscalitate, nivelul ratei dobânzii, prețul acțiunilor emise etc. În plus, ea trebuie să armonizeze dorința firească a acționarilor de a câștiga bani în prezent, cu aceea de a se asigura o dezvoltare durabilă a firmei în viitor.

În afara acestor decizii financiare, în sistemul decizional se regăsesc și altele, structurate conform obiectivelor urmărite și configurației ierarhice manageriale și prezentate succint în **Tabelul nr. 1.**

Nr. crt.	Criterii de clasificare	Tip de decizie	Trăsături
1.	Frecvența cu care se adoptă	decizii periodice	- se adoptă la intervale neregulate de timp - sunt dificil de anticipat - depind exclusiv de potențialul decizional al decidentului
		decizii unice	- au caracter excepțional - nu se repetă în viitorul apropiat
2.	Posibilitatea de anticipare	decizii anticipate	- se cunoaște perioada adoptării și principalele elemente implicite, cu mult timp înainte
		decizii imprevizibile	- perioada adoptării și principalele elemente implicate se cunosc cu puțin timp înainte - calitatea deciziilor depinde de inițiativa și de capacitatea decidentului
3.	Amploarea sferei decizionale a decidentului	decizii integrale	- au caracter curent - se adoptă din inițiativa decidentului fără avizul eșalonului ierarhic superior
		decizii avizate	- necesită avizul eșalonului ierarhic superior - sunt de tipul deciziilor strategice și tactice
4.	Sfera de cuprindere a decidentului	decizii participative	- sunt adoptate de organele de management participativ - consumă mult timp - sunt de tipul deciziilor strategice și tactice
		decizii individuale	- se adoptă de către un singur cadru de conducere - se bazează pe experiența și capacitatea decizională a managerului financiar respectiv

Tabelul nr. 1
Integrarea deciziilor financiare în sistemul decizional al întreprinderii

Indiferent de nivelul la care se adoptă, deciziile financiare necesită informații complexe, deoarece întreprinderea nu-şi poate permite să lucreze în condiții de incertitudine. Pentru a se asigura o eficiență maximă, deciziile financiare trebuie să satisfacă următoarele cerințe:

- să fie fundamentate științific;
- să fie adoptate de compartimentele sau persoanele care au competența/împuternicirea legală în acest sens;
- să fie formulate clar şi concis pentru a putea fi bine recepționate;
- să fie luate şi transmise în timp util.

Un rol fundamental revine calității comunicării care, în condițiile economiei de piață, a devenit la fel de importantă ca şi informația. Comunicarea este considerată „materia primă" a deciziei şi se derulează în primul rând între oameni, apoi între servicii şi compartimente, precum şi între întreprindere şi mediu.

1.2.2. Categorii de participanți (*stakeholders*) implicați în fundamentarea deciziilor financiare ale întreprinderii

Deciziile financiare care formează conținutul managementului financiar al întreprinderii pot fi reprezentate sub forma unui circuit financiar, după cum se observă în **Figura nr. 5.**

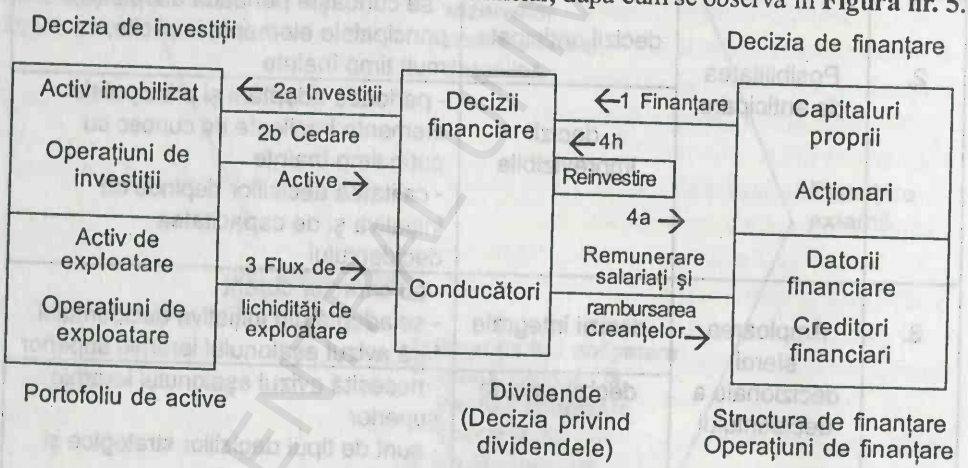


Figura nr. 5
Integrarea deciziilor financiare în circuitul financiar al întreprinderii

Sursa: Vasile, I. – *Gestiunea financiară a întreprinderii*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 1999, p. 137.

Conform **Figurii nr. 5**, circuitul financiar rezultat prin execuția într-o manieră concertată a celor trei decizii financiare de bază ale întreprinderii (investiții, finanțare, dividende) presupune derularea următoarelor faze:

- într-o primă fază (1), agenții economici care dispun de lichidități acordă întreprinderilor fondurile necesare realizării operațiunilor de investiții. Astfel, apare o confruntare între cererea de lichidități a întreprinderii şi oferta de lichidități a deținătorilor de capitaluri. Ca urmare, întreprinderea emite titluri (active financiare) care sunt fie

titluri de proprietate (acțiuni), fie titluri de creanță. Piața de capital rezultă din confruntarea ofertei cu cererea de titluri financiare. Operațiunile de colectare a capitalurilor constituie operațiuni de finanțare (finanțare externă);

• în faza a doua (2), conducătorii întreprinderii alocă fondurile procurate în achiziționarea de active, decizie care generează fluxuri de investiții. Activele achiziționate constau fie în active industriale sau comerciale, fie în active financiare emise de alte întreprinderi sau instituții financiare. Întreprinderea poate ulterior să cedeze activele achiziționate și primește, în contrapartidă, un flux de lichidități; acesta este un **flux de dezinvestire** (2b);

• investiția în active industriale și comerciale este efectuată în vederea realizării ulterioare de fluxuri de lichidități (3) provenind din operațiile de exploatare (aprovizionare, producție, desfacere), care implică achiziția sau crearea de active de exploatare (stocuri, creanțe, clienți etc.). Aceste active sunt finanțate parțial prin creditul obținut de la furnizori. Fluxurile de lichidități rezultate din operațiile de exploatare sunt completate de fluxurile determinate de activele financiare (titluri de participare, titluri de plasament);

• fluxurile de lichidități din exploatare, majorate eventual cu fluxurile determinate de activele financiare și de operațiile de dezinvestire și diminuate de prelevările fiscale, pot fi utilizate în **trei direcții**:

– rambursarea creditelor și plata dobânzii (4a);
– plata dividendelor către acționari (4a);
– reinvestirea în întreprindere (4b).

Operațiile de remunerare (sub formă de dobândă) și de rambursare țin de categoria operațiilor de finanțare, întrucât ele rezultă din deciziile de colectare de capitaluri. Operația de reinvestire a fluxurilor constituie, în același timp, o operație de finanțare (finanțare internă sau autofinanțare).

În derularea operațiunilor financiare specifice unui circuit financiar intervin următorii participanți, cu rol direct sau indirect, în fundamentarea deciziilor financiare ale întreprinderii: acționarii, conducătorii, creditorii, statul.

Acționarii sunt **deținătorii** de titluri de proprietate asupra întreprinderii, acestea prezentându-se îndeosebi sub formă de acțiuni. Acționarii își asumă un risc, remunerarea lor fiind determinată de rezultatele financiare pe care le va obține întreprinderea. Ei caută o remunerare maximă pentru aportul lor, ținând cont de riscul pe care și-l asumă. Dacă acțiunile sunt cotate la bursă, riscul se apreciază în funcție de evoluția cursurilor. Remunerarea acționarilor este determinată de doi factori aleatori: dividendele și evoluția valorii titlurilor financiare.

Riscul legat de evoluția valorii titlurilor financiare depinde de:

• evoluția mediului economic care determină riscul de piață ce afectează ansamblul întreprinderii;

• politica urmată de întreprindere în materie de investiții și de finanțare care determină riscul specific de întreprindere. Riscul, la rândul său, poate fi de mai multe tipuri: risc de exploatare, risc financiar, risc de faliment. **Riscul de exploatare** este determinat de politica de investiții a întreprinderii și este legat de operațiile de exploatare. **Riscul financiar** este legat de folosirea capitalului de împrumut. Cu cât gradul de îndatorare este mai mare,

cu atât riscul financiar este mai ridicat pentru proprietarii firmei. **Riscul de faliment** rezultă din incapacitatea întreprinderii de a face față plăților antrenate de datoriile financiare.

În calitate de coproprietari, acționarii vor elabora analize-diagnostic care să le permită adoptarea unor decizii pertinente privind vânzarea sau păstrarea acțiunilor de care dispun.

În general, **micii acționari** dispun de puține informații asupra activității întreprinderii. Din acest motiv analiza lor va fi sumară și se va întemeia, în principal, pe rentabilitatea pe care o obțin și riscul financiar la care sunt expuși. Spre deosebire de micii acționari, **marii acționari** au mai multe posibilități de informare, evaluare și decizie, ei participând efectiv la adunările generale. Pentru aceștia, diagnosticul financiar se întemeiază în primul rând pe indicatori care exprimă creșterea economică, autonomia și flexibilitatea întreprinderii și, în al doilea rând, pe indicatori de rentabilitate. Ei se găsesc în situația de a alege între interesele lor pe termen lung/scurt; de regulă, optează pentru prima variantă, singura în măsură să conducă la maximizarea valorii întreprinderii și să asigure supraviețuirea acesteia în lupta de concurență.

Conducătorii întreprinderii. În întreprinderile mici și mijlocii (IMM) este frecventă confuzia între persoanele care conduc și acționari. Obiectivul urmărit în calitate de conducător coincide cu cel urmărit în calitate de acționar. Totuși, în acest caz, conducătorul primește, pe de o parte, un salariu pentru funcția sa de director și, pe de altă parte, o remunerare în calitate de acționar. Absența frecventă a distribuirii de dividende în I.M.M. nu înseamnă că rolul de acționar nu este remunerat. Conducătorul care este și acționar primește o remunerare superioară față de cea pe care ar primi-o ca salariat neacționar sau beneficiază de alte avantaje.

În marile întreprinderi, conducătorilor li s-a încredințat de către acționari rolul de a conduce întreprinderea. Obiectivul lor principal este să-și conserve funcția de conducere, însă ei sunt constrânși să conducă în conformitate cu interesul acționarilor. Acționarii dispun de diferite mijloace pentru a controla modul în care managerii conduc întreprinderea. Spre deosebire de acționari, managerii întreprinderii dispun de informații economico-financiare multiple, iar diagnosticul lor urmărește descoperirea unor eventuale dezechilibre financiare, în scopul depistării cauzelor și luării celor mai potrivite decizii financiare.

Manifestarea dezechilibrelor are loc diferit pentru societățile comerciale cotate la bursă, față de cele necotate.

Astfel, în cazul societăților cotate, dacă acționarii nu obțin dividende la nivelul riscurilor asumate, vor avea tendința de a vinde acțiunile, ceea ce conduce la scăderea cursului acțiunilor până la nivelul la care rentabilitatea capitalului propriu permite satisfacerea așteptărilor acționarilor. Scăderea cursului acțiunilor este un semnal incontestabil al degradării stării de sănătate economico-financiară a întreprinderii și o manifestare a dezechilibrului financiar.

La societățile comerciale necotate nu există indicatorul „curs bursier", de aceea simptomele dezechilibrelor financiare sunt greu de sesizat pe termen scurt. Astfel, este necesară recurgerea la alți indicatori de analiză care să conducă la concluzii realiste privitoare la starea sănătății financiare a firmei. Asemenea indicatori sunt cei de flexibilitate financiară și creștere economică, autonomie și păstrare (conservare) a puterii economice, pentru a constata în ce măsură sunt compatibili pe termen lung cu rentabilitatea.

Dacă o bună capacitate de adaptare financiară a întreprinderii conduce la maximizarea valorii, a avuției acesteia, în schimb creșterea economică nu contribuie întotdeauna la realizarea aceluiași obiectiv. Astfel, conducătorii întreprinderii care sacrifică rentabilitatea (interesele pe termen scurt) în favoarea creșterii economice (interese pe termen lung) se pot confrunta cu dificultăți în găsirea de resurse de finanțare; motivul este acela că, uneori, deținătorii de capitaluri preferă rentabilitatea în locul creșterii economice.

De asemenea, urmărirea exclusivă a indicatorilor de conservare a puterii sau de autonomie poate fi contrară maximizării valorii întreprinderii; aceasta generează performanțe inferioare, iar întreprinderea poate fi dominată în lupta de concurență.

Conducătorii întreprinderii, ca și acționarii, trebuie să aleagă între interesele lor pe termen lung (maximizarea valorii, creșterea economică) și cele pe termen scurt (rentabilitatea și lichiditatea).

În raport cu ierarhizarea obiectivelor urmărite, în cadrul managementului financiar interacționează trei mari categorii de manageri și anume:

- managerii de vârf (*top* managerii);
- managerii de la nivele medii (*middle* managerii);
- managerii de la nivelele de bază (*first line* managerii).

***Top* managerii** se află la nivelele superioare ale organizației și adoptă decizii care privesc obiectivele fundamentale, care îmbracă întotdeauna și o tentă financiară. Ei se implică direct în fundamentarea deciziilor privind alocarea resurselor, pornind de la obiectivele investiționale ale întreprinderii și, implicit, a deciziilor de finanțare și de repartizare a rezultatelor financiare.

Managerii de la nivelele medii au rolul intermediar în procesul de comunicare dinspre *top* manageri spre managerii de la nivelele de bază și reciproc. Ei acționează ca o „curea de transmisie" a dispozițiilor către managerii din „primă linie" de la managerii de vârf, precum și a rezultatelor obținute în procesul de implementare a deciziilor, dinspre managerii din „prima linie" către cei de vârf. *Middle* managerii sunt extrem de implicați în derularea corespunzătoare a operațiunilor financiare ale întreprinderii, în atribuțiile lor incluzându-se:

- elaborarea de planuri și programe de acțiune;
- defalcarea sarcinilor, inclusiv a celor de natură financiară, pe colective de muncă și centre de responsabilitate, precum și urmărirea realizării lor în practică;
- efectuarea de comparații între nivelul prognozat și cel realizat al obiectivelor propuse și analiza impactului diferențelor constatate asupra evoluției viitoare a firmei;
- stabilirea factorilor de influență și propunerea de măsuri pentru redresarea unor situații devenite nefavorabile.

Conducătorul compartimentului financiar poate fi încadrat, de regulă, la această categorie de manageri. El trebuie să verifice, prin prisma criteriilor financiare, nivelul de eficiență al tuturor celorlalte programe de acțiune elaborate și implementarea de către conducătorii altor centre de responsabilitate. În acest sens colaborează pe orizontală cu toți acești factori decidenți pentru a contura cea mai bună alternativă de acțiune în plan financiar, fără a diminua însă din punct de vedere cantitativ și calitativ acțiunea economică întreprinsă.

De multe ori apar conflicte, iar soluția cea mai bună de rezolvare a acestora este compromisul (concilierea), în care esențial este să se pornească întotdeauna de la un nivel minim acceptat de eficiență. Natura problemelor pe care le rezolvă managerii financiari îi obligă să monitorizeze prin instrumente specifice acțiunile întreprinse de alte centre de responsabilitate, sub toate aspectele lor. Aceasta este permisă datorită calității de excepție atribuită instrumentelor financiare de a sintetiza operații, procese, fenomene, prin evaluarea lor în unități monetare. Ca urmare, acțiunile managementului financiar se extind întotdeauna și în celelalte sfere specifice celorlalte tipuri de management practicat în întreprindere.

În sfârșit, managerii de „primă linie" (*first line* managerii) sunt persoane care conduc nemijlocit colective de lucru. Ei operează cu prezentul și au obligația de a transpune în practică, într-un orizont imediat de timp, obiectivele înscrise în programul de acțiune elaborat pentru resortul lor de către managerii de la nivelele medii. Totodată, *first line* managerii au și sarcina de a raporta sistematic rezultatele obținute și de a supune spre analiză managerilor de la nivelul mediu cauzele și efectele acțiunilor întreprinse, pentru a îmbunătăți calitatea deciziilor financiare viitoare.

Al treilea grup de participanți implicați în fundamentarea deciziilor financiare ale întreprinderii este reprezentat de **creditori (creanțieri).** Aceștia care sunt de mai multe tipuri, și anume:

- **creditorii obligatori**, ale căror creanțe apar adesea sub forma unui titlu, cotat pe piață și ușor negociabil, numit obligațiune. Numai marile întreprinderi au acces pe piața obligațiunilor;
- **băncile** și diferite instituții financiare care finanțează majoritatea întreprinderilor;
- **creditori care închiriază** diferite active fixe, operațiile de finanțare fiind făcute sub forma locației sau locației cu opțiune de cumpărare (*leasing*).

Creditorii primesc o dobândă stabilită contractual și își recuperează la scadență capitalul împrumutat. Nefiind proprietari ai întreprinderii, remunerarea lor nu este variabilă, în funcție de rezultatele întreprinderii. Prin urmare, dobânda la împrumut trebuie plătită indiferent de mărimea profitului obținut de întreprinzător. Ținând seama și de necesitatea rambursării capitalului la scadență, pot rezulta cheltuieli financiare fixe mai greu sau mai ușor de suportat pentru debitori.

Riscurile creditorilor pot fi diverse: risc de dobândă, risc de inflație, risc de faliment al debitorilor.

Creanțierii urmăresc obținerea dobânzii contractuale și recuperarea capitalului, dar o fluctuație în sens crescător (*ŕ la hausse*) a ratei dobânzii poate provoca pierderi pentru aceștia, ei putând să-și plaseze capitalurile cu dobânzi mai avantajoase. Invers, o fluctuație în sens descrescător (*ŕ la baisse*) poate aduce un câștig suplimentar creanțierilor, debitorii fiind forțați să plătească dobânzi mai mari la nivelul valorilor prevăzute în contractul încheiat anterior reducerii ratei dobânzii.

Variația prețurilor datorată proceselor inflaționiste poate afecta puterea de cumpărare a capitalului recuperat de creanțieri . Aceștia pot înregistra o pierdere sau, dimpotrivă, un câștig de oportunitate.

Pentru a cuantifica influența riscurilor generatoare de pierderi, creditorii sunt direct implicați în efectuarea de analize financiare bazate pe indicatorii care permit evaluarea capacității de plată a debitorilor, capacitatea lor de a rambursa datoriile și de a plăti

dobânzile. În mod deosebit, creditorii urmăresc stabilirea diagnosticului financiar pe baza indicatorilor care marchează riscul de faliment și insolvabilitate. Riscul de faliment al debitorilor rămâne cel mai important risc pentru creanțier, care nu-și poate recupera capitalul din cauza insolvabilității acestora. Împotriva acestui risc creditorii nu se pot proteja decât prin politica lor prudentă și inteligentă, motiv pentru care aceștia solicită clauze asiguratorii în contractele încheiate.

În sfârșit, **statul** intervine la diferite niveluri ale circuitului financiar și influențează ansamblul deciziilor financiare, modificând valorile variabilelor care stau la baza calculelor agenților economici. Posibilitățile de acțiune statală sunt multiple, între care menționăm modificarea fiscalității și a ofertei și cererii de capital. Intervenția statului în activitatea întreprinderilor este realizată atât prin instituții și organisme ale puterii publice, cât și printr-un evantai de instrumente de politică financiară între care se pot menționa acordarea de garanții, facilități fiscale și subvenții, asistență financiară și ajutoare financiare, credite în condiții avantajoase etc.

În literatura de specialitate anglo-saxonă, categoriile de participanți implicați în fundamentarea deciziilor financiare ale întreprinderii se numesc *stakeholders*[7] – („stakeholderi"). Termenul a fost preluat ca atare în vocabularul de afaceri românesc recent și reprezintă toți agenții care acționează în relație cu firma sau care au un interes în companie.

Din această categorie fac parte: acționari, salariați, manageri, creditori, furnizori, organe fiscale, oficialități publice etc. și sunt prezentați în **Figura nr. 6**.

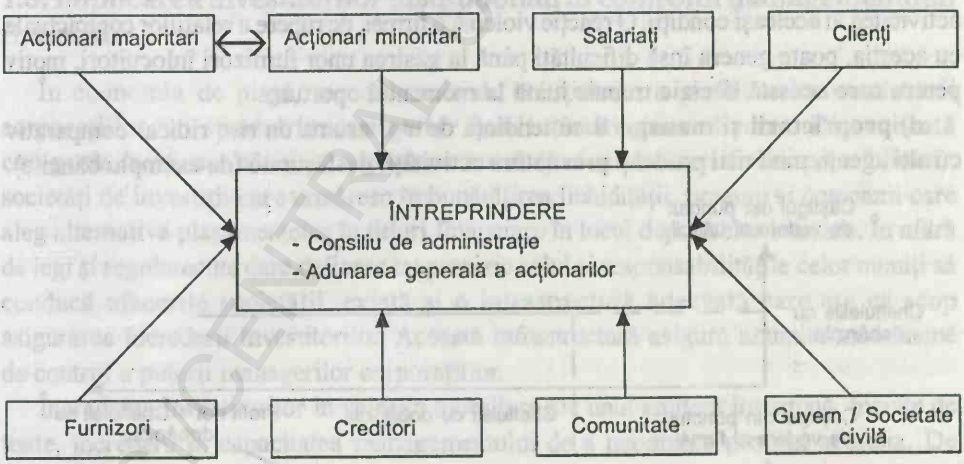


Figura nr. 6
Interrelațiile dintre *stakeholders* la nivelul întreprinderii

Categoriile de *stakeholders* prezentate în **Figura nr. 6** sunt direct implicate în procesul de dezvoltare a întreprinderii marcat de numeroase contradicții interne. În prezent,

[7] Nicolescu, O. (coord.) – *Strategii manageriale de firmă*, Editura Economică, București, 1998 (citat după V. Dragotă ș.a. – *Managementul financiar*, vol. I, Editura Economică, București, 2003, p. 27).

întreprinderea nu mai este un ansamblu omogen în care managerii şi salariaţii muncesc pentru maximizarea averii proprietarilor, conform viziunii tradiţionale. Fiecare dintre *stakeholders* are propriile aspiraţii şi interese, care se reflectă în decizii greu de armonizat.

În acest context, se pot invoca drept exemple o serie de decizii financiare raţionale dintr-un anumit punct de vedere, dar care generează ostilitate din alte puncte de vedere, astfel:

a) **acţionarii** doresc o creştere a dividendelor distribuite pentru a-şi recupera cât mai rapid investiţia şi pentru a obţine o rentabilitate personală cât mai ridicată. În aceste condiţii, salariile (inclusiv cel al managerului) ar trebui reduse, iar fondurile orientate spre investiţii ar trebui limitate la un nivel care să asigure creşterea dividendelor. O asemenea decizie poate implica reacţii adverse din partea salariaţilor, materializate în creşterea absenteismului, dezinteres faţă de firmă etc. Reacţii identice se pot întâlni şi în cazul firmelor în care directorii au venituri mult mai mari faţă de ceilalţi salariaţi;

b) atât **salariaţii**, cât şi **managerii** urmăresc propria bunăstare în activitatea pe care o desfăşoară şi mai puţin îmbunătăţirea nivelului de viaţă al acţionarilor. În aceste condiţii, în cazul în care acţionarii nu asigură un control eficient al modului în care angajaţii lor îşi îndeplinesc sarcinile, pot constata în termen scurt că nu mai există acumulări de capital şi bunuri în patrimoniu. Practic, avuţia lor poate fi risipită şi dispare chiar obiectul controlului;

c) la rândul lor, **furnizorii** urmăresc încasarea cât mai rapidă a contravalorii materiilor prime sau serviciilor prestate şi încasarea unui preţ cât mai ridicat, în condiţiile depunerii unui efort minim. Atât timp cât firma nu ia nici o atitudine, ei vor fi tentaţi să continue activitatea în aceleaşi condiţii. O reacţie violentă a firmei, de rupere a relaţiilor contractuale cu aceştia, poate genera însă dificultăţi până la găsirea unor furnizori înlocuitori, motiv pentru care această decizie trebuie luată la momentul oportun;

d) **proprietarii** şi **managerii** au tendinţa de a-şi asuma un risc ridicat comparativ cu alţi agenţi, mult mai prudenţi prin natura activităţii desfăşurate (de exemplu băncile).

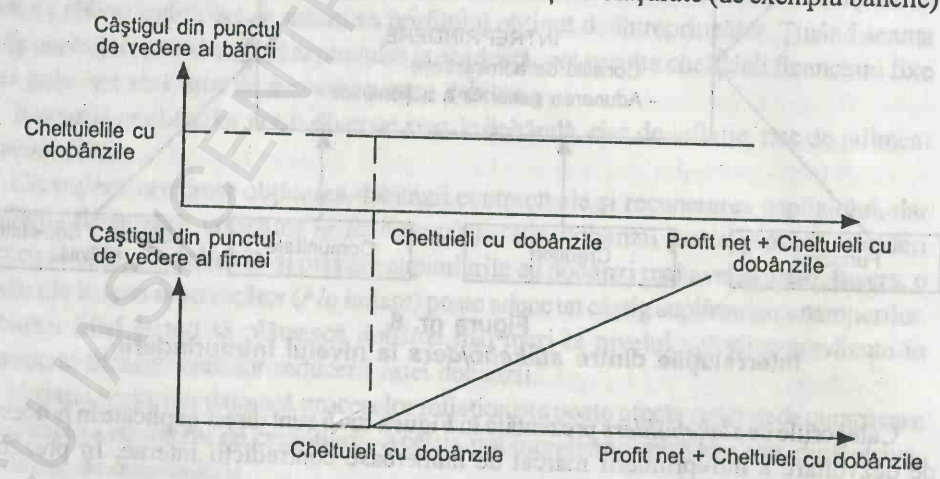


Figura nr. 7
Repartizarea câştigului (profit net + cheltuieli cu dobânzi) între acţionari şi creditori

Sursa: Dragotă, V. – *op. cit.*, p. 31.

Fenomenul este ușor explicabil dacă ne gândim că, din câștigul total ce revine acționarilor și creditorilor, prioritate au creditorii. Astfel, cheltuielile cu dobânzile și ratele scadente la credite se plătesc înaintea dividendelor, după cum se observă și în **Figura nr. 7.**

În plus, pentru fiecare firmă care are o strategie clară de acțiune și se dorește să se mențină viabilă, există anumite baremuri minimale fixate de proprietari, a căror nerealizare determină penalizarea managerilor. Pentru a evita asemenea consecințe negative, unii manageri se vor angaja în proiecte profitabile, dar extrem de riscante, care necesită recurgerea la credite bancare. În aceste împrejurări, monitorizarea activității unei firme îndatorate de către banca creditoare apare pe deplin justificată, chiar dacă generează neplăceri pentru debitori.

Pe de altă parte, este necesar să precizăm că raporturile juridice dintre societățile comerciale și manageri sunt, în primul rând, raporturi contractuale de mandat. Teoria mandatului oferă o viziune contractuală întreprinderii organizate sub formă de societate comercială. Deși managerul se află în centrul relațiilor dintre întreprindere și *stakehorders*, în baza mecanismelor contractului, comportamentul său poate fi controlat. Ca atare, acționarii (aflați în ipostaza de mandanți) au dreptul de a cere socoteală managerului (aflat în ipostaza de mandatar), acționându-l în judecată sau eliberându-l din funcție, ca sancțiune. Conștient de acest pericol, managerul își va exercita cu prudență atribuțiile, astfel încât să nu prejudicieze drepturile investitorilor.

1.3. Implicarea investitorilor instituționali în controlul managementului financiar

În economia de piață, mecanismele de soluționare a problemelor conducerii corporațiilor, cu aportul **investitorilor instituționali**, sunt diverse. Din **această categorie** fac parte: bănci cu o gestiune activă (în sensul diversificării portofoliului), societăți de investiții care urmăresc îmbunătățirea lichidității, precum și companii care aleg alternativa plasamentelor în titluri financiare în locul depozitelor bancare. În afară de legi și regulamente care definesc cu precizie rolul și responsabilitățile celor numiți să conducă afacerile societății, există și o infrastructură adecvată care are ca scop asigurarea încrederii investitorilor. Această infrastructură asigură anumite mecanisme de control a puterii managerilor corporațiilor.

Încrederea investitorilor în valorile mobiliare ale unui emitent înseamnă, înainte de toate, încredere în capacitatea managementului de a maximiza profitul acesteia. De aceea, numirea managerilor trebuie să se efectueze pe criterii de merit, iar criteriile de selecție trebuie cunoscute de acționari. Acționarii au dreptul să fie informați asupra principiilor de remunerare atât ale administratorilor, cât și ale managerilor și de a corela remunerarea cu performanța. Sarcina de control și supraveghere a managerilor revine Consiliului de administrație care, fiind ales de acționari, este răspunzător în primul rând față de aceștia.

Rolul investitorilor instituționali în controlul managementului este esențial. Refuzul finanțării din partea investitorilor exercită o presiune considerabilă pentru manageri, fiind foarte dificil ca societatea să procure capital suplimentar de la terți. Dacă managerii

apelează la creditori, gradul de îndatorare al întreprinderii se transformă într-un instrument de control, deoarece îndatorarea limitează libertatea de conducere, impunând constrângeri extrem de dure.

Complexitatea şi eficacitatea pieţelor financiare le permit investitorilor instituţionali să joace un rol important în disciplinarea managerilor, fie că vorbim de S.U.A. sau de continentul european. Astfel, prin intermediul fuziunilor şi achiziţiilor, al preluărilor sau al cumpărărilor integrale, pieţele financiare permit investitorilor instituţionali să preia controlul asupra capitalului societăţii, care va fi mai bine valorificat de o nouă administraţie. Realizarea acestui demers este posibilă ca urmare a cerinţelor stricte de informare pentru manageri. Managementul societăţilor cotate are obligaţia de a furniza informaţii financiare complete care să permită monitorizarea şi evaluarea permanentă a activităţii societăţii, pentru a se evita riscul de piaţă/variaţie a valorii activelor financiare, precum şi riscul de faliment.

Comportamentul investitorilor instituţionali este diferit însă pe continentul nord-american, faţă de cel european. Astfel, în S.U.A., acţiunile societăţilor cotate sunt larg dispersate, pachete mari de acţiuni fiind deţinute de fonduri de pensii şi fonduri mutuale. Nicio companie nu deţine acţiuni la o altă companie, iar băncilor le este interzis prin lege să deţină acţiuni sau să se asocieze cu o bancă de investiţii care deţine acţiuni. Totodată, băncilor care sunt proprietare de companii le este interzis să deţină pachete de control la societăţi care nu au legătură cu banca. Spre deosebire de S.U.A., în Germania, rolul băncilor în controlul societăţilor de acţiuni este mai semnificativ. Băncile au dreptul de control direct al capitalului societăţilor pe acţiuni, precum şi rolul de custode al pachetelor de acţiuni ale investitorilor individuali, aceştia fiind a doua categorie de investitori instituţionali importanţi, după corporaţii.

În ţara noastră, apreciem că avem de-a face cu o criză a investitorilor instituţionali, care a apărut pe fondul lipsei de încredere determinată de marile scandaluri financiare ca S.A.F.I. sau F.N.I. În plus, piaţa pentru controlul corporaţiilor (piaţa preluărilor) este aproape inexistentă, ca urmare a concentrării structurilor de putere şi lichidităţii scăzute a activelor financiare. Această piaţă se poate dezvolta în cadrul fazei post-privatizare, prin procese de restructurare şi realocare a capitalului, dar mai ales printr-o reglementare corespunzătoare care să prevină tranzacţiile abuzive şi conflictele de interese.

Capitolul 2
ROLUL GUVERNĂRII CORPORATIVE ÎN ARMONIZAREA INTERESELOR DINTRE *STAKEHOLDERS*

2.1. Conceptul de guvernare corporativă şi utilitatea acestuia

În cadrul fiecărei întreprinderi, în funcţie de modul specific de organizare şi de alte particularităţi, se manifestă un ansamblu de relaţii specifice între diversele categorii de persoane fizice/juridice implicate direct sau indirect în afacere. În plus, fiecare persoană fizică sau juridică îndeplineşte un anumit rol social, caracteristic unei anumite situaţii în care se găseşte. Astfel, un salariat al unei firme se poate găsi în postura de acţionar (deci de patron) la o alta; în plus, el mai poate fi clientul unei alte întreprinderi, membru al unei organizaţii ecologiste etc.

În desfăşurarea activităţii sale, conducerea firmei va trebui să ţină seama de conflictele ce decurg din reunirea unei multitudini de interese „sub acelaşi acoperiş", deoarece pun în pericol eficienţa, dacă nu sunt cunoscute şi reglementate corespunzător. Pe acest fundal a apărut conceptul de **conducere/guvernare corporativă** care iniţial s-a dezvoltat în jurul teoriei agenţiei (de agent). Această teorie, elaborată de Berle şi Means în 1932, presupune existenţa unui conflict ce apare ca urmare a faptului că cel care dă banii şi deţine acţiunile nu este acelaşi cu cel care conduce activitatea firmei.

Acţionarii îşi vor transfera puterea managerilor pe care îi mandatează să acţioneze în numele lor, pentru a le maximiza bogăţia. Cele două părţi vor semna contracte pentru a defini obligaţiile fiecăreia. Or, aceste contracte sunt incomplete, deoarece nu este posibil să fie prevăzut cu precizie ansamblul situaţiilor care ar putea surveni. Managerii sunt tentaţi să exploateze aceste carenţe contractuale pentru a-şi spori utilitatea şi, implicit, puterea. Astfel, în dezbaterile privind guvernarea întreprinderii, managerul ocupă locul central deoarece el este un actor important al procesului de creare a valorii şi dispune de capacitatea de a influenţa repartizarea bogăţiei.

Managerii constituie un grup particular de *stakeholders* care, deţinând puterea de gestiune, sunt în acelaşi timp „judecător şi parte" şi trebuie să garanteze celorlalte persoane fizice sau juridice implicate că bogăţia va fi distribuită între ei în mod echitabil. Se poate spune că **necesitatea apariţiei guvernării corporative**[1] a reprezentat-o necesitatea protejării intereselor tuturor *stakeholders*.

---

[1] Meritul de a sintetiza şi de a pune bazele primului cod de conducere corporativă în Europa îi revine lui Sir Adrian Cadbury, cel care a condus timp de 14 ani Compania Cadbury, în calitate de preşedinte al Consiliului de Administraţie. Codul Cadbury a stat la baza elaborării Codului de Conducere Corporativă al Bursei de Valori londoneze, conţinând principii şi reguli de bază pentru administrarea unei companii astfel încât să se obţină eficientizarea acesteia şi înlăturarea oricărei discriminări între acţionari. Începând din anul 1992, au apărut o multitudine de astfel de coduri; de exemplu, companii multinaţionale puternice ca Microsoft, General Electric şi-au adoptat propriile coduri de conducere corporativă, devenind din ce în ce mai transparente faţă de investitori.

Deşi sunt numeroase încercări de definire a conceptului de conducere corporativă, o considerăm ca fiind reprezentativă din perspectiva acestui curs pe cea dată de Banca Mondială, deoarece face referire atât la modalităţile de punere în aplicare a conducerii corporative, cât şi la domeniile care sunt influenţate de aceasta.

Banca Mondială defineşte conducerea corporativă ca fiind o „combinaţie de legi, regulamente şi coduri de conduită adoptate în mod voluntar, care asigură companiei posibilitatea de a atrage capitalul financiar şi uman necesar activităţii sale şi posibilitatea de a-şi desfăşura activitatea în mod eficient astfel încât să-şi asigure existenţa prin generarea de valoare pe termen lung pentru acţionarii săi şi societate în ansamblu"[2].

Prin intermediul guvernării corporative se stabilesc regulile pe baza cărora se vor derula raporturile dintre acţionari, manageri, salariaţi, creditori, furnizori fără a genera discriminări. În acelaşi timp se elaborează mecanisme prin care sunt fixate obiectivele societăţii şi sunt stabilite mijloacele de atingere a acestora şi de monitorizare a performanţei.

Mecanismele guvernării corporative sunt relevante pentru organizaţiile economice mari, în care apare o separare între proprietate şi administrarea efectivă a afacerii. Societăţile comerciale pe acţiuni reprezintă forma specifică de organizare juridică a acestui tip de aranjament. De regulă, acestea sunt listate pe pieţe organizate de genul burselor de valori. Pentru organizaţiile economice mici, în care investitorul sau un număr mic de investitori sunt direct implicaţi în conducerea societăţii, conducerea corporativă este relevantă doar sub anumite aspecte, cum ar fi relaţiile cu salariaţii, creditorii etc.

Mecanismele guvernării corporative servesc mai multor categorii de *stakeholders*, după cum urmează:

- **investitorilor**, care îşi pot supraveghea şi proteja investiţia în condiţii mai bune; în felul acesta întreprinderea dobândeşte capacitatea de a-şi finanţa rapid şi ieftin dezvoltarea. În plus, un nivel ridicat de conducere corporativă atrage după sine o mai bună monitorizare a activităţii managerilor de către acţionari, sporind şansele societăţii comerciale de a aplica politici economico-financiare viabile, care să mărească gradul de performanţă al activităţii;
- **pieţelor de capital**, care nu ar putea să existe şi să funcţioneze normal în lipsa mecanismelor de protecţie asigurate în acest cadru;
- **terţilor** (salariaţi, creditori, furnizori, clienţi etc.) aflaţi în relaţie cu întreprinderea, care îşi pot proteja mai bine interesele;
- **autorităţilor publice**, care prin promovarea unor standarde corespunzătoare de guvernare corporativă pot să îmbunătăţească mediul de afaceri şi să stimuleze investiţiile;

Un merit deosebit în dezvoltarea normelor de conducere corporativă îl au şi investitorii instituţionali din SUA care, reunindu-se în organizaţii non-profit, au reuşit să impună aplicarea unor standarde înalte de conducere corporativă. Cea mai renumită în acest sens este Consiliul Investitorilor Instituţionali, organizaţie ce reuneşte 100 de membri care administrează active în valoare de peste 100 miliarde USD (după Gabriela Iordache – *Guvernanţa corporativă*, suport de curs, www.ase.ro).

[2] Manual de Conducere Corporativă, www.ifc.org/europe/pbas/corpgov/eng.

- **asociațiilor profesionale** și **organismelor non-guvernamentale**, care au interes în promovarea transparenței, combaterea corupției și a evaziunii fiscale;
- **populației**, care își poate gestiona mai bine economiile, având posibilitatea să le plaseze pe piața de capital, ca alternativă de investiție față de sistemul bancar.

După anul 1999, au fost elaborate sisteme de măsurare a nivelului de conducere corporativă care folosesc criterii de evaluare elaborate de Banca Mondială și Organizația Europeană de Cooperare și Dezvoltare (OECD). Dintre aceste **criterii** se pot menționa:

- numărul de administratori independenți;
- modalitatea de convocare și desfășurare a adunărilor generale;
- calitatea documentelor prezentate acționarilor;
- frecvența și conținutul rapoartelor către piață;
- existența unor coduri de conducere corporativă la nivelul companiilor;
- calitatea relațiilor companiei cu investitorii.

De altfel, aplicarea normelor de conducere corporative a devenit și unul din criteriile de apreciere a companiilor de către marile agenții de rating. Recent, agenția de rating Standard & Poor's a dezvoltat un astfel de sistem. Criteriul conducerii corporative a devenit și unul din factorii care pot influența locul pe care o țară îl ocupă în ierarhiile privind atractivitatea mediului investițional.

Un studiu[3] publicat de SG Emerging Funds Equity Research în **februarie 2000** arată că din punct de vedere al aplicării normelor de conducere corporativă, România ocupa locul 7 dintr-un total de 10 țări cu economii emergente studiate (a se vedea **Tabelul nr. 2**).

Nr. crt.	Țări în ordine alfabetică	Scor general (din 36 puncte posibile)
1.	Grecia	32,5
2.	Israel	32,5
3.	Ungaria	31,4
4.	Turcia	28,2
5.	Polonia	26,0
6.	Egipt	22,8
7.	**România**	**20,6**
8.	Cehia	18,4
9.	Maroc	18,4
10.	Rusia	14,1

Tabelul nr. 2
Stadiul aplicării normelor de conducere corporativă în țări cu economie emergentă

Sursa: SG Research, www.standardandpoors.com

[3] Studiul a fost citat de M. Aurelian Dochia în lucrarea sa ce a stat la baza raportului OECD privind Conducerea Corporativă în România, raport prezentat la Conferința OECD, București, 18-21 septembrie 2001.

2.2. Principiile de guvernare corporativă şi aplicabilitatea acestora în România

Implementarea normelor de guvernare corporativă impune respectarea următoarelor principii[4]:

1. Drepturile şi tratamentul echitabil al acţionarilor;
2. Rolul grupurilor de interese (*stakeholders*);
3. Consiliul de Administraţie şi supravegherea conducerii;
4. Transparenţa şi asigurarea accesului la informaţii.

Principiile guvernării corporative şi reglementările pieţei de capital asigură investitorul că fondurile pe care le investeşte în valori mobiliare emise de companii cotate sunt folosite în scopul declarat al obţinerii de profit. Investitorul este asigurat contra practicilor abuzive, neloiale şi frauduloase care pot apărea pe piaţă.

2.2.1. Drepturile şi tratamentul echitabil al acţionarilor

Legislaţia românească a stabilit două principii generale care reglementează tratamentul acţionarilor: principiul egalităţii acţionarilor din aceeaşi clasă şi principiul indivizibilităţii acţiunilor. În ţara noastră se întâlnesc numai două clase de acţiuni: acţiuni obişnuite cu drept de vot şi acţiuni preferenţiale (fără drept de vot). Există foarte puţine cazuri în care societăţile comerciale au emis acţiuni preferenţiale. Legea societăţilor comerciale acordă acţionarilor două tipuri de drepturi: patrimoniale şi nepatrimoniale.[5]

Drepturile patrimoniale ale acţionarilor sunt:

- **dreptul la dividende**; dividendele sunt plătite proporţional cu aportul fiecărui acţionar la capitalul vărsat, dacă actele constitutive nu stabilesc alte criterii de distribuţie;
- **dreptul asupra rezervelor**; acţionarii care pleacă din societate, conform legii, au dreptul de a solicita nu numai aportul lor vărsat la capitalul social, ci şi partea lor din capitalurile proprii ale societăţii;
- **dreptul de preemţiune**; în cazul în care o societate îşi majorează capitalul prin subscripţie publică, acţionarii existenţi au prioritate în a subscrie noi acţiuni proporţional cu numărul de acţiuni pe care le deţin deja. Dreptul de preemţiune urmează să fie exercitat pe o durată limitată de timp;
- **dreptul la profiturile realizate** din lichidarea unei societăţi, proporţional cu aportul de capital;
- **dreptul de a-şi vinde acţiunile**; spre deosebire de părţile sociale, acţiunile sunt liber transferabile.

---

[4] OECD a elaborat în anul 1999 cinci principii de guvernare corporativă, enunţate foarte general, lăsând spaţiu fiecărei ţări europene în parte să le aplice în funcţie de sistemul său legislativ. Aceste principii sunt: Drepturile acţionarilor, Tratamentul egal al tuturor acţionarilor, Rolul *stakeholders*, Responsabilitatea Consiliului de Administraţie, Informare şi transparenţă. În România, formularea principiilor s-a păstrat, în linii mari, neschimbată; excepţie fac primele două principii care au fost sintetizate într-unul singur.

[5] *Corporate Governance in Romania*, OECD Report, 2001, p. 67, www.oecd.org/document.

Drepturile nepatrimoniale ale acționarilor se referă la:

• **dreptul de a participa la Adunările Generale ale Acționarilor.** Acționarii au dreptul de a participa la adunări, chiar dacă într-o anumită problemă ei au interese divergente față de interesele societății, caz în care trebuie să se abțină de la vot. Deținătorii de acțiuni fără drept de vot nu participă la adunările generale obișnuite, ci la cele dedicate deținătorilor de acțiuni preferențiale;

• **dreptul de a vota.** Fiecare acționar are dreptul de a vota proporțional cu numărul de acțiuni pe care le deține. Limitări ale numărului de voturi la care are dreptul un singur acționar sunt posibile numai dacă au fost incluse în actul de constituire al societății. În situații speciale (cum sunt conflictele de interese), anumiți acționari trebuie să se abțină de la vot. Înțelegerile între acționari, în sensul de a vota într-un anumit fel, precum și transferul drepturilor de vot sunt ilegale;

• **dreptul la informare.** Acționarii au dreptul de a examina registrul acționarilor și registrul proceselor-verbale ale adunărilor acționarilor. De asemenea, ei pot examina rapoartele financiare înaintea adunărilor generale anuale, precum și rapoartele administratorilor și ale cenzorilor;

• **drepturi speciale** ale acționarilor minoritari:

a) acționarii care reprezintă 10% din drepturile de vot (sau mai puțin, dacă actele constitutive prevăd altfel) pot solicita administratorilor să convoace o Adunare Generală;

b) fiecare acționar individual are dreptul de a notifica cenzorii cu privire la anumite fapte pentru care el consideră că este necesară o investigație. Cenzorii trebuie să ia în considerare astfel de modificări și să le includă în raportul anual;

c) acționarii care reprezintă mai mult de 10% din acțiuni au dreptul de a solicita justiției să numească experți pentru investigarea anumitor operațiuni ale societății. Un exemplar al raportului experților este prezentat reclamanților și un alt exemplar cenzorilor societății. Onorariile experților sunt suportate de societate;

d) acționarii au dreptul de a contesta în justiție hotărârile Adunării Generale a Acționarilor și de a solicita despăgubiri.

În țara noastră, conform Raportului privind aplicarea standardelor de guvernare corporativă, s-a constatat că nu sunt respectate drepturile tuturor grupurilor de interese (*stakeholders*), iar acționarii majoritari au comis numeroase **abuzuri**[6], dintre care se pot menționa următoarele:

1. Diluarea poziției acționarilor minoritari într-o societate prin:

• majorarea capitalului fără reevaluarea prealabilă a capitalului existent. Capitalul „nominal" al unei societăți s-a erodat din cauza inflației ridicate din țara noastră. Având în vedere că sistemul românesc de contabilitate nu include reglementări cu privire la corecții automate, se operează „reevaluări" periodice în contabilitate. În cazul în care un acționar majoritar hotărăște în AGA să majoreze capitalul fără a efectua astfel de reevaluări, acționarii care nu fac uz de opțiunea lor de a participa la majorarea de capital pierd mult mai mult decât ar fi permis în mod normal, dacă s-ar folosi valoarea corectă

[6] *Corporate Governance in Romania*, OECD Report, 2001, pp. 68-69, www.oecd.org/document.

a capitalului inițial. Există documente despre zeci de asemenea operații, la societățile de investiții financiare (SIF-uri). Un exemplu reprezentativ îl constituie hotărârea luată în aprilie 2001 de către Renault (care deține 80% din acțiunile Dacia Pitești) de a majora capitalul Dacia de la 2.500 la 5.800 miliarde ROL, dar fără a ajusta, în prealabil, capitalul societății, care nu fusese reevaluat de șapte ani;

• majorările de capital prin aportul în natură al acționarului majoritar. Acționarii minoritari se confruntă cu trei forme de abuz, după cum urmează:

a) pentru aportul în natură, legislația nu prevede drepturi de preempțiune pentru acționarii existenți, astfel că poziția lor este diminuată în mod inevitabil;

b) aportul în natură este, de obicei, supraevaluat și câteodată nu are nicio legătură cu activitatea societății. De exemplu, la COMET București, o societate comercială de desfacere cu amănuntul și având un capital social de 8,6 miliarde ROL, acționarul majoritar a hotărât să majoreze capitalul cu un aport în natură constând într-un elicopter nefuncțional, evaluat la 550.000 USD. La CONDEM București, o societate al cărei acționar majoritar este o persoană fizică română, capitalul social a fost dublat prin includerea ca aport în natură a șase brevete deținute de acționarul majoritar. În sfârșit, la CHIMCOM SA București, acționarul majoritar al ROMAQUA Group a majorat capitalul transferând drepturile de proprietate intelectuală asupra unui brevet pe care îl deținea și care a fost evaluat la mai mult decât capitalul social existent;

c) aportul în natură se face fără reevaluarea prealabilă a capitalului existent.

2. Transferurile profiturilor în afara societății. De exemplu, Koyo Seiko, acționar majoritar la KOYO Alexandria (fabrică de rulmenți), a acordat împrumuturi filialei sale românești la o rată a dobânzii mult mai ridicată decât media pieței. La rândul său, societatea GAVAZZI STEEL Oțelul Roșu, controlată de o persoană fizică italiană, a cumpărat cu 10.000 USD firma GAVAZZI STEEL CONSULTANTS din Virgins Islands, aparținând aceleiași persoane, care se presupune că urma să asiste, pe bază de comision, societatea românească în activitățile sale de marketing și vânzări.

3. Tactica „scoicii/cochiliei goale", prin care patrimoniul unei societăți este transferat altor părți prin:

• vânzarea abuzivă de active critice ale societății. De exemplu, SC SUMEL MAȘINI DE CALCUL Târgu Mureș și-a vândut toate utilajele de producție; pentru a putea să funcționeze, societatea a trebuit să închirieze aceleași utilaje de la noii proprietari. De asemenea, SC Decebal Drobeta Turnu-Severin și-a vândut principalele trei active unor firme la care acționarul majoritar Decebal deținea acțiuni la prețuri reprezentând 10-15% din valoarea contabilă din anul 1994;

• utilizarea activelor unei societăți drept garanție colaterală pentru credite obținute de către acționarii majoritari;

• transferul, prin fuziuni și divizări, a activelor unei societăți unor firme controlate de către unii dintre acționarii existenți, administratori sau conducere.

4. Alocarea abuzivă a profiturilor. Asociațiile salariaților, acționari majoritari la societățile privatizate prin metoda MEBO, hotărăsc în Adunarea Generală a Acționarilor să distribuie salariaților mai mult de jumătate din profituri ca „participare a salariaților la

profituri". În felul acesta nu mai rămân sume importante pentru dividendele la care au dreptul acționarii din afara societății.

5. Întârzieri la plata dividendelor. Deși AGA hotărăște distribuirea de dividende, societățile amână plata ani de zile.

6. Accesul limitat la informații pentru acționarii minoritari, care rareori ocupă o funcție în Consiliul de Administrație sau în comisia de cenzori.

Situația de **acționar a statului** este considerată legitimă de legislația Uniunii Europene[7], condiția fiind aceea ca statul să se plaseze într-o situație normală de piață; așadar, el trebuie să-și asume aceleași riscuri ca și operatorii privați și numai în măsura cotei sale de participare.

În cazul **regiilor autonome**[8], structura guvernării corporative s-a construit în jurul unui Consiliu ai cărui membri sunt numiți de ministru sau de instituția de stat căreia îi este subordonată direct regia. În multe cazuri, membrii acestor Consilii sunt directori ai regiei și funcționari din ministere, dar pot fi numite și persoane din exterior. Membri Consiliului au, în linii mari, aceleași responsabilități ca și administratorii dintr-o societate comercială. Cu toate acestea, întregul sistem este birocratizat și se bazează pe mecanisme de control și stimulente birocratice.

La rândul lor, **societățile comerciale de stat**, majoritatea organizate sub formă de societăți comerciale pe acțiuni, trebuia să adere la structurile de guvernare corporativă recomandate, încă din anul 1990, de Legea societăților comerciale. Ca un surogat al Adunării Generale a Acționarilor, acționarul unic – statul – numea membrii unui Consiliu al reprezentanților statului, care la rândul lor numeau membrii Consiliului de Administrație. Sistemul era doar o simplă imitație a structurii normale a guvernării corporative și avea un pronunțat caracter artificial. Astfel, în loc să adopte ca obiectiv maximizarea profiturilor, aceste Consilii de Administrație erau mai degrabă sensibile la influențe de natură politică și adoptau atitudini birocratice. Prin urmare, firmele de stat și-au concentrat activitatea către obținerea de beneficii materiale și/sau politice pentru directori, administratori și alte grupuri de interese.

Privatizarea firmelor de stat reprezenta soluția pentru o mai bună aliniere a intereselor administratorilor/managerilor la maximizarea profiturilor. Privatizarea a avansat lent, iar performanțele economice ale societăților de stat s-au deteriorat rapid.

În mod constant, la nivel comunitar, s-a apreciat că privatizările nu trebuie să constituie pretexte pentru ajutorarea indirectă a întreprinderilor în cauză. De exemplu, ștergerea datoriilor sau scutirea de taxele viitoare ce trebuia plătite statului au fost calificate ca reprezentând ajutoare, chiar și atunci când aceste măsuri au fost luate în scopul privatizării în condiții mai bune. Este evident că statul român nu a urmat acest principiu în privatizări de anvergură, cum s-a întâmplat în cazurile SC Dacia Pitești și Sidex Galați.

[7] Mihai, E. – *Dreptul concurenței*, Editura All Beck, București, 2004, p. 206.

[8] *Corporate Governance in Romania*, OECD Report, 2001, pp. 73-74, www.oecd.org/document.

Astfel, SC Automobile Dacia SA beneficiază, conform prevederilor Legii nr. 571/2003 privind Codul Fiscal, de facilităţi fiscale sub forma scutirii de la plata impozitului pe profit până la 31 decembrie 2006. De asemenea, din raportările furnizorilor de ajutoare de stat, a rezultat că Ispat Sidex şi CSR Reşiţa SA au beneficiat de **ajutoare de stat**[9] sub forma scutirilor de la plata majorărilor şi penalităţilor de întârziere aferente datoriilor către bugetul statului, în sumă de 20, 476 miliarde ROL (21,6% din valoarea totală a ajutoarelor de stat).

La rândul său, societatea Electrica avea, la nivelul anului 2001, o datorie la buget de 2.500 miliarde ROL, din care circa 1.370 miliarde reprezentau penalităţi de întârziere la plată. Rezolvarea acestei situaţii s-a bazat pe aşa-numitele „decizii politice salvatoare". În acest context invocăm declaraţia directorului Electrica: "Scumpirea energiei este o decizie strict politică, iar creşterile repetate la tarife ar putea rezolva problema pierderilor. O creştere lunară de 3-4% a tarifelor la electricitate ar schimba situaţia."[10]

Considerăm că, în condiţiile date, măsurile adoptate de autorităţile statale direct implicate în structura acţionariatului acestor două societăţi comerciale le-au avantajat considerabil şi în planul competitivităţii lor. Astfel, în „Topul celor 10" întreprinderi româneşti cele mai performante, societăţile Termoelectrica şi Electrica ocupă o poziţie demnă de invidiat. La nivelul anului 2002, pe primele cinci locuri se aflau: Petrom, Electrica, Termoelectrica, Romtelecom şi Sidex (la vremea respectivă toate fiind societăţi cu capital majoritar sau integral de stat). Anul 2004 nu a adus schimbări importante în „Top 10", pe primele poziţii aflându-se: Electrica, Petrom, Sidex şi Petromidia (este prezentă şi societatea RAFO pe locul 7).

Apreciem că ajutoarele de stat acordate sub formă de facilităţi fiscale nu au reprezentat pârghii de reglare şi corectare a mediului concurenţial din ţara noastră.

2.2.2. Rolul grupurilor de interese (*stakeholders*)

Grupurile de interese (*stakeholders*) reprezintă o noţiune puţin cunoscută în cultura guvernării corporative din ţara noastră. În România se întâlnesc numai două categorii de grupuri de interese ale căror interese sunt luate în considerare în procesul decizional: **salariaţii** şi **creditorii**. Cu toate acestea, nici unul dintre ei nu este tratat în mod sistematic de către Consiliile de Administraţie ca grupuri de interese legitime.

Drepturile salariaţilor în calitatea lor de "părţi interesate" sunt reglementate de Constituţie, legislaţia muncii şi a sindicatelor. Pe lângă drepturile garantate de lege, cum ar fi salariul minim şi drepturile la asistenţă socială, salariaţii au dreptul de a fi informaţi şi de a-şi exprima poziţia în faţa Consiliului de Administraţie în probleme cum ar fi restructurarea activităţii şi reducerile de personal.

---

[9] Ajutoarele de stat s-au acordat în baza prevederilor OUG nr. 172/2001 privind unele măsuri pentru relansarea economică a SC Combinatul Siderurgic Reşiţa SA şi a prevederilor OUG nr. 119/2001 privind unele măsuri pentru privatizarea Combinatul Siderurgic Sidex SA Galaţi.

[10] Pirvu, E. – *Electrica – o conexiune vitală în sistemul energetic, sufocată de tranziţie*, în *Adevărul economic* nr. 26 (482), 2001.

Conform datelor prezentate în Rapoartele OECD privind guvernarea corporativă în țara noastră (pentru perioada 2001-2004), se apreciază că în practică se întâmplă cu totul altfel. De exemplu, în fostele și actualele întreprinderi cu capital de stat, angajații tind să aibă mai multă influență, mai ales în privința adoptării deciziilor legate de majorări salariale, îmbunătățirea condițiilor de muncă și reglementarea drepturilor de asistență socială. Spre deosebire, la societățile cu capital privat, salariații rareori au un cuvânt de spus atunci când se adoptă decizii care îi influențează în mod direct.

Cazurile în care angajații sunt informați în mod sistematic despre performanțele financiare ale societății lor sau sunt consultați cu privire la decizii importante au un caracter excepțional. Există unele cazuri în care lideri de sindicat sau alți reprezentanți ai salariaților sunt numiți de Consiliile de Administrație ale propriilor societăți (sau ale altora). Tot excepționale sunt și cazurile în care reprezentanții salariaților sunt invitați sistematic la ședințele Consiliului, cu excepția situațiilor în care se negociază salariile. Raportul mai precizează că drepturile salariaților de a contacta autoritățile, membrii Consiliului de Administrație și acționarii pentru a sesiza comportamente ilegale și lipsite de etică ale conducerii au fost și ele încălcate. În ansamblu, se poate aprecia că protecția celor care au curajul să atragă atenția asupra celor nedreptățiți este slabă și ar trebui să i se dea mai multă atenție de către autorități.

De asemenea, salariații au dreptul la reprezentare colectivă, indiferent dacă fac sau nu parte dintr-un sindicat. Acest drept este, în general, respectat, iar sindicatele sunt puternice, mai ales la societățile de stat. Grevele și acțiunile sindicale asemănătoare au fost frecvente în România, un domeniu specific de conflict reprezentându-l opoziția sindicatelor față de restructurare și privatizare.

Un exemplu reprezentativ în acest domeniu îl constituie **privatizarea ALRO SA Slatina**. ALRO este singurul producător de aluminiu din România, 60% din producția sa este exportată, iar produsele sale sunt tranzacționate la Bursa de metale de la Londra. Din anul 1997, acțiunile ALRO au fost tranzacționate la Categoria I a Bursei de Valori București. Deși statul deține încă peste 50% din capitalul ALRO, performanțele economice ale societății sunt bune; în anul 2000, ALRO a plătit dividende nete în valoare de peste 17 milioane USD, o valoare mare după standardele românești.

În anul 1997, la cererea Fondului Proprietății de Stat (FPS) și a Ministerului Industriei și Comerțului, s-a efectuat de către experți străini un studiu de privatizare pentru ALRO și ALPROM, o altă societate din industria aluminiului amplasată pe aceeași platformă ca și ALRO. Ei au sugerat o fuziune urmată de privatizarea noii societăți. În octombrie 2000, un alt consilier străin a susținut ideea privatizării ALRO și ALPROM, prin vânzarea lor ca un singur pachet unui investitor strategic, fără o fuziune anterioară a celor două societăți. Această nouă decizie a FPS a provocat un protest masiv al sindicatelor celor două societăți implicate. Acțiunile de protest care au urmat acestor declarații au stopat procesul de privatizare.

În martie 2001, Autoritatea pentru Privatizare și Administrarea Participațiilor Statului (AP APS) a făcut o nouă încercare de a majora capitalul printr-o ofertă publică, precedată de exercitarea drepturilor de preempțiune. Conform legii privatizării, statul nu are dreptul să participe la nicio majorare de capital, prin urmare operația propusă însemna o

privatizare mascată. Această inițiativă a provocat din nou protestul sindicatelor. S-au organizat din nou marșuri de protest și s-au făcut declarații incendiare, astfel că opoziția sindicală a dus efectiv la suspendarea privatizării celor două societăți, în ciuda rentabilității și a valorii lor potențiale pentru investitorii externi.

Deși au existat aspecte ale privatizării care au afectat forța de muncă, opoziția sindicală față de restructurare a părut să fie uneori „mioapă" și contraproductivă. Sindicatele au făcut uz și de influența lor politică pentru a exercita presiuni guvernamentale asupra societăților private unde existau probleme de muncă.

Spre deosebire de cazul ALRO, **privatizarea Combinatului Siderurgic Reșița** a fost considerată, aparent, un succes. Conform contractului, investitorul strategic american s-a angajat să investească 60 milioane USD până la sfârșitul anului 2000 și alte 62 milioane USD în următorii patru ani. Cu toate acestea, el nu și-a îndeplinit angajamentele de investiții și nici promisiunile de achitare a anumitor datorii către stat. Sindicatele au intrat în grevă, invocând faptul că firma americană Noble Ventures nu și-a respectat obligațiile contractuale, performanțele economice ale combinatului siderurgic au fost dezastruoase din cauza proastei conduceri, producția a fost întreruptă și salariile erau plătite cu mare întârziere. Combinatul siderurgic Reșița are un volum foarte mare de datorii, astfel încât oricare din creditorii săi poate cere în justiție începerea procedurilor judiciare de reorganizare și restructurare sau chiar de lichidare a societății.

În iunie 2001, scandalul sindical ajunsese la punctul culminant – 220 de salariați ai combinatului erau în greva foamei, iar alți 2.000 se adunaseră protestând în fața Prefecturii județului. Un tribunal local a obligat conducerea societății la plata salariilor restante și acceptarea prezenței liderilor sindicali la adunările Consiliului de Administrație. La sfârșitul lunii iunie 2001, o delegație guvernamentală condusă de ministrul Privatizării a început negocierile cu sindicatele. Rezultatul negocierii a fost reorganizarea judiciară a societății, totuși în condițiile menținerii structurii actuale a acționariatului. În același timp, Primăria Reșița a semnat un Protocol cu sindicatele, angajându-se să plătească indemnizațiile de șomaj de la bugetul local, urmând ca acestea să fie rambursate de către salariați la reluarea activității.

2.2.3. Consiliul de Administrație și supravegherea conducerii

Consiliul de Administrație reprezintă piatra de temelie a sistemului de guvernare corporativă și interfața dintre acționari și manageri. În același timp, el reprezintă veriga de legătură între manageri și grupurile de interes implicate în activitatea societății.

Încrederea investitorilor[11] în valorile mobiliare ale unui emitent înseamnă, mai întâi, încredere în administratorii acestuia. Capacitatea managementului de a maximiza profitul companiei reprezintă principalul element al încrederii. În vederea atingerii acestui scop, acționarii trebuie să se asigure, prin intermediul Consiliului de Administrație, că au un anumit control asupra managerilor și că aceștia nu le vor reduce profitul. Rolul Consiliului

[11] Piperea, Gh. – *Societăți comerciale, piață de capital. Acquis comunitar*, Editura All Beck, București, 2005, pp. 550-551.

de Administrație este de a controla și supraveghea activitatea managerilor și de a-i face responsabili pentru rentabilitatea societății. Legislația țărilor cu economie de piață a reglementat aceste atribute caracteristice activității Consiliului de Administrație, chiar dacă de la un stat la altul mai pot apărea diferențe.

În unele legislații, cum ar fi cea germană, Consiliul de Administrație clasic a fost înlocuit cu un consiliu de supraveghere, care nu se mai implică în gestiunea societății și reprezentarea acesteia în relațiile cu terții, asemenea atribuții fiind de competența managerilor. Consiliul de supraveghere are sarcina de a controla și monitoriza permanent activitatea directorilor, fiind o interfață între aceștia și adunarea generală.

În Germania, sarcina principală a consiliilor constă în promovarea bunăstării pe termen lung a societății. În acest scop, consiliile sunt obligate să identifice și să armonizeze interesele tuturor celor care au legături importante cu societatea, în particular acționarii și angajații. Se poate aprecia că misiunea Consiliului de Administrație reflectă **principiul codeterminării**[12] **sociale**, principiu esențial în procesul de management al societăților.

Spre deosebire de Germania, în legislația franceză, datorită tradiției, sistemul structurat pe cele două paliere nu a avut succesul scontat. Eșecul s-a explicat prin natura colegială a directoratului, greu de conciliat cu necesitatea conducerii unitare a societății. Alte argumente au fost formalismul provocat de dualitatea organelor, precum și dificultatea practică de a diviza conducerea și controlul.

În legislația țărilor anglo-saxone (SUA, Canada, Marea Britanie) apar unele mici diferențieri. Deși Consiliul de Administrație este organizat unitar, administrația societății este structurată pe două paliere: *Board of directors*, cu atribuții de supraveghere și control, respectiv *General managers*, cu atribuții de gestiune și reprezentare. Însă, spre deosebire de modelul german, în SUA responsabilitatea primordială a consiliului constă în protejarea intereselor acționarilor și maximizarea profitului lor.

Legea societăților comerciale din România stabilește soluții pentru numirea Consiliului de Administrație, care sunt în conformitate cu tradiția europeană de drept. Una dintre caracteristicile cele mai criticate ale acestui sistem în România este prezența unui număr mare de membri numiți pe considerente politice, ceea ce duce la instabilitate. De asemenea, nu este instituționalizată separația de atribuții între membrii executivi și cei non-executivi și, cu unele excepții, nici instituția membrilor independenți în Consiliul de Administrație. De cele mai multe ori, membrii non-executivi sunt fie acționari cu pachete de control, fie reprezentanți ai partidelor politice.

Totuși, în efortul de adaptare la *acquis*-ul comunitar, România a adoptat unele reglementări care impun alegerea unor administratori la propunerea acționarilor minoritari (prin Legea nr. 297/2004 care reglementează instituția administratorului ales prin vot cumulativ) sau propun numirea de administratori independenți în consiliu (prin Anexa la Regulamentul Bursei de Valori București nr. 3/2001).

[12] Principiul codeterminării sociale constă în implicarea diverselor categorii sociale la ridicarea bunăstării naționale și se află la baza fundamentării modelului codeterminării al guvernării corporative, care va fi prezentat ulterior.

La rândul său, noțiunea de **independență a administratorului**[13] presupune capacitatea de a judeca în mod obiectiv afacerile corporației și de a nu fi subordonat vreunui interes anume, în special celor legate de conducere, acționari semnificativi sau partide politice. A fi independent este mai mult o chestiune de integritate și de tărie de caracter. De asemenea, exclude independența, calitatea de a fi sau a fi fost un membru executiv al companiei sau afiliaților companiei, acționar semnificativ al companiei, rudă, partener de afaceri important.

Un membru independent are dreptul să ridice probleme și să atace decizii ale consiliului, atâta timp cât ar putea avea dubii în legătură cu relevanța, adevărul sau necesitatea unei tranzacții, a unei evaluări sau a oricărei informații publicate. Deși au aceleași obligații legale ca și ceilalți membri, membrii independenți ai consiliului pot oferi o viziune proprie din afara companiei, utilă în elaborarea strategiei care deschide perspective noi de dezvoltare. Totodată, un număr semnificativ de membri independenți este crucial pentru monitorizarea, evaluarea performanțelor și salarizarea managerilor.

Reglementările românești în domeniu nu specifică structura consiliului, componența și modul de funcționare și nici cerințele legale privind prezența membrilor independenți. Funcțiile membrilor consiliului de administrație nu sunt însă clar departajate de cele ale managementului. Consiliile de Administrație sunt destinate fie să exercite numai sarcini procedurale, fie doar să reprezinte acționarii care controlează compania.

În locul formării de **comitete specializate**, în multe companii românești sunt aleși în consiliul de administrație chiar membrii conducerii executive a companiei. Existența mai multor manageri[14] în consiliul de administrație, pe lângă faptul că este ilegală, determină o creștere a influenței și puterii managementului în fața celorlalți membri.

Comitetele specializate ar trebui să fie compuse în special din membri non-executivi ai consiliului și chiar din membri independenți. Aceasta este o cerință necesară în vederea creșterii gradului de funcționalitate a consiliului și monitorizării conflictelor de interese. Cele mai importante structuri funcționale specializate sunt comitetul de audit și comitetul de salarizare.

Importanța comitetului de audit crește, dată fiind complexitatea publicării informațiilor și slaba performanță în acest sens a multor întreprinderi românești. Acesta ar trebui să fie compus din membri non-executivi și independenți cu abilitățile cele mai dezvoltate în domeniul financiar și de audit. Atribuțiile comitetului de audit sunt analiza și revizuirea procesului de raportare financiară, sistemul de control intern și realizarea legăturii dintre auditorii interni și cei externi.

La rândul său, comitetul de salarizare ar trebui să fie responsabil cu dezvoltarea cadrului și regulilor legate de salarizarea top-managementului și a celorlalte remunerații ale managementului executiv. De asemenea, el trebuie să propună standardele de performanță pe baza cărora se va face salarizarea, precum și pachetul complet de salarizare pentru fiecare membru al consiliului, inclusiv primele acordate.

---

[13] Piperea, Gh. – *op.cit.*, p. 556.

[14] Legea societăților comerciale interzice managerilor – cu excepția directorului general, care poate fi și președintele consiliului de administrație – să fie aleși administratori.

2.2.4. Transparenţa şi asigurarea accesului la informaţii

Principiul transparenței asigură emitentului (și instituțiilor implicate) un mijloc important de reclamă, precum și modalitatea cea mai eficientă și legitimă de diversificare a surselor sale de finanțare. Aceste avantaje pot fi păstrate numai în condițiile în care emitentul este capabil să facă față cerințelor transparenței, făcând publice anumite informații privind activitatea, managementul și salarizarea, chiar dacă acestea sunt sensibile.

Transparența necesită o mentalitate și un anumit tip de educație a managerilor bazat pe sinceritate și se bazează pe o logistică specifică; în lipsa acestor elemente, transparența se transformă mai degrabă într-un dezavantaj decât într-un avantaj.

Aplicarea acestui principiu în țările Europei de Sud-Est se realizează într-o manieră defectuoasă și depunctează sever evaluarea stadiului de aplicare a normelor de guvernare corporativă[15]. De exemplu, membrilor consiliilor de administrație le este limitată capacitatea de a solicita și a obține informații de la manageri privind situația și afacerile companiei, ei fiind limitați și în ceea ce privește accesul la informații din surse independente.

Legislația românească reglementează într-o manieră precisă dreptul de informare al acționarilor, dar nu reglementează și dreptul de informare al administratorilor fără funcții executive; este vorba despre membrii consiliului care nu participă direct la conducerea operativă a societății, ci doar controlează și supraveghează activitatea administratorilor operativi. Or, administratorii operativi au obligația de a-i informa pe ceilalți administratori cu privire la mersul operațiilor societății, pentru că răspunderea este solidară.

De asemenea, remunerația membrilor conducerii trebuie să fie corespunzătoare muncii prestate, dar și transparentă. Remunerația membrilor conducerii trebuie să fie îndeajuns de ridicată pentru a putea recruta profesioniști competenți și experimentați și pentru a le permite să-și dedice suficient timp și energie pentru a-și îndeplini sarcinile într-o manieră independentă. Remunerația va depinde de dimensiunea și complexitatea afacerii și de nivelul general al salariilor din fiecare țară pentru profesioniștii cu aptitudini și pregătire echivalente.

Remunerația membrilor cu funcții de conducere în întreprinderile românești este rareori dată publicității, iar procesul decizional nu este transparent, deși este necesară aprobarea adunării generale a acționarilor. În plus, corelarea veniturilor conducerii cu performanța se întâlnește foarte rar și este împiedicată, uneori, de restricții legale privind remunerația sub formă de acțiuni.

Adoptarea standardelor de guvernare corporativă presupune o transformare profundă a atitudinii participanților la piața de capital către practicarea ideii de transparență. Informațiile oferite publicului investitor trebuie să fie complete, clare și concise, să nu inducă în eroare. În acest scop, societățile cotate la bursă trebuie să utilizeze criterii și standarde precise, care să facă informațiile date publicității comparabile cu sistemele de raportare general acceptate.

---

[15] OECD – *Cartea Albă a Administrării Companiilor în Europa de Sud-Est*, 2003, *apud* Gh. Piperea – *op. cit.*, p. 540.

Adoptarea şi utilizarea Standardelor Internaţionale de Raportare Financiară (IFRS) asigură informaţii de o calitate adecvată, credibile şi comparabile cu ale celorlalte ţări. Rapoartele statutare de audit adaugă credibilitate informaţiilor financiare publicate. Adoptarea IFRS permite evaluări corecte şi transparente pentru acţiuni, necesare în procedurile de atragere de noi investitori şi pot asigura un tratament echitabil pentru toţi acţionarii.

2.3. Modalităţi de soluţionare a conflictelor dintre acţionari-manageri şi acţionari-creditori

Guvernarea corporativă are ca fundament ideea conform căreia, pentru a maximiza bogăţia întreprinderii şi, implicit, valoarea de piaţă a acesteia, trebuie create mecanisme de acţiune clară, în vederea rezolvării conflictelor dintre acţionari, manageri, creanţieri, salariaţi, furnizori etc. În plus, un sistem de guvernare performant este capabil să prevină apariţia acestor conflicte, care vizează îndeosebi raporturile **acţionari-manageri**, respectiv **acţionari-creanţieri**.

Conflictul dintre acţionari şi manageri se bazează pe faptul că managerii sunt prea puţin motivaţi pentru distribuirea de dividende acţionarilor, preferând reinvestirea profitului net chiar şi în proiecte cu rentabilitate mică pentru a conserva controlul resurselor importante. În timp ce acţionarii sunt interesaţi doar de rentabilitatea financiară a companiei, managerii sunt influenţaţi de alte considerente ca: mărimea companiei (în baza căreia dobândeşte putere şi prestigiu social), gradul de libertate în alocarea resurselor, nivelul remuneraţiei.

Managerul exprimă, exercită şi execută voinţa colectivă, concretizată în decizii ale adunării generale ale acţionarilor. De cele mai multe ori, managerii societăţilor mari sunt cei care elaborează atât documente contabile, cât şi strategii de dezvoltare şi chiar procesul-verbal constatator al deciziei adunării generale, acţionarii nefăcând decât să le confirme. Practic, managerul imprimă voinţei colective o pronunţată tentă personală.

În practică se mai constată că acţionarii preferă investiţiile pe termen lung, în timp ce managerul va fi tentat să aleagă investiţiile pe termen scurt, deoarece poate fi în orice moment revocat din funcţie de proprietarul companiei. În cazul în care acţionariatul este relativ concentrat şi stabil, relaţiile dintre proprietari şi manageri pot fi eficiente şi de lungă durată. Dimpotrivă, o structură acţionarială foarte dispersată nu favorizează ataşamentul acţionarilor faţă de manageri. În plus, managerii întreprinderii caută prin toate modalităţile să-şi sporească avantajele proprii, fără a ezita să limiteze iniţiativa subordonaţilor, centralizând toate deciziile importante, ca urmare a funcţiei deţinute.

Conflictul de interes între acţionari şi manageri a existat dintotdeauna, deoarece concurenţa pe piaţa bunurilor şi serviciilor nu constituie o restricţie puternică pentru a incita managerii să lucreze în favoarea acţionarilor. În plus, separarea funcţiilor de proprietate de funcţiile de decizie generează o îndoială permanentă cu privire la comportamentul managerilor. Pe de altă parte, nimic nu interzice ca în anumite situaţii şi managerii să fie, în egală măsură, „victime" ale deciziilor acţionarilor. Rezolvarea

unui astfel de conflict îşi găseşte soluţiile în identificarea mecanismelor interne şi externe întreprinderii, care urmăresc să motiveze managerii să acţioneze în interesul acţionarilor.

Modalităţile de soluţionare a conflictului dintre acţionari şi manageri sunt prezentate în **Figura nr. 8.**

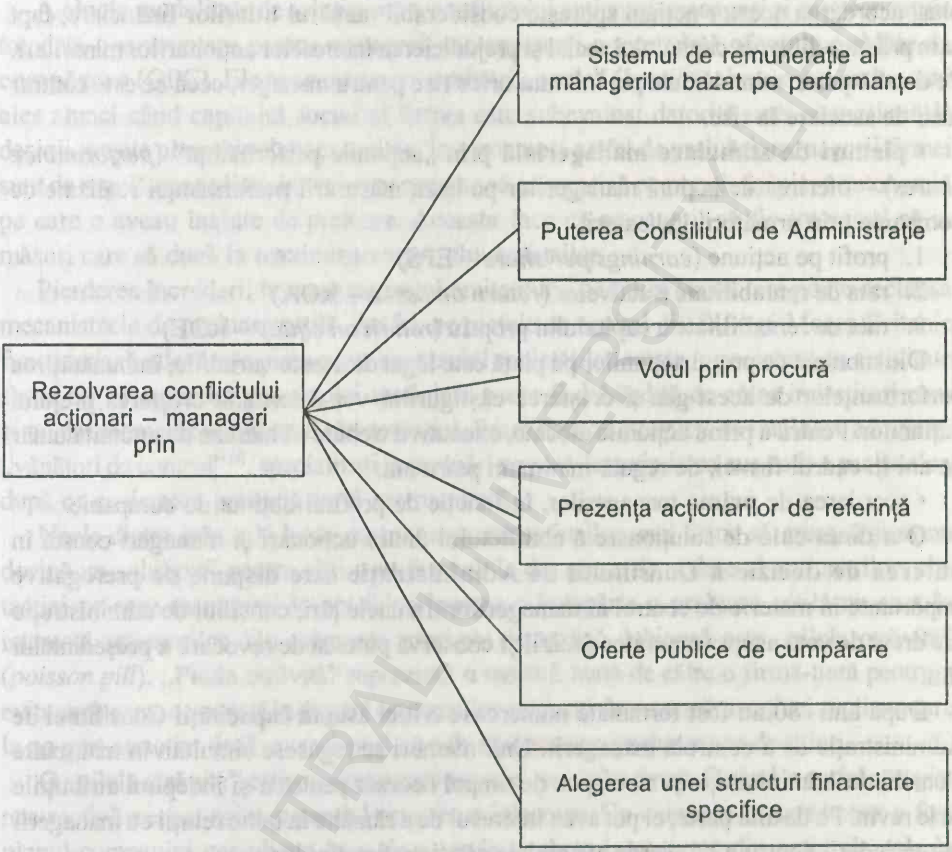


Figura nr. 8
Decizii de soluţionare a conflictului acţionari – manageri

După cum se observă în **Figura nr. 8, prima cale** de soluţionare a conflictului dintre acţionari şi manageri o reprezintă **decizia de remunerare a managerilor în funcţie de performanţă.** Planurile de stimulare a managerilor iau următoarele forme:

• **opţiuni** pentru manageri de a cumpăra acţiuni ale companiei respective, într-un moment viitor, dar la un preţ stabilit în prezent. Această opţiune poate avea relevanţă, dacă preţul acţiunilor pe piaţă în viitor ar creşte peste valoarea preţului fixat. Motivaţia unei asemenea practici constă în faptul că, oferind managerilor posibilitatea de a cumpăra acţiuni la un preţ fixat, aceştia vor acţiona pentru maximizarea preţului acţiunilor în viitor. Acest stimulent managerial s-a practicat între anii 1950 şi 1960, dar după 1970 a căzut în dizgraţie, opţiunile dovedindu-se neprofitabile. Piaţa valorilor mobiliare a cunoscut o scădere generală, iar preţul acţiunilor nu reflecta neapărat creşterea câştigurilor companiilor.

De asemenea, după cum demonstrează criza bursieră americană din perioada 2001-2002, această modalitate de remunerație a managerilor trebuie utilizată cu prudență; cu toate că stimulentele ar putea determina impulsionarea managerilor, pot apărea disproporții semnificative între rezultatele societății și primele încasate de manageri. În plus, acordarea acestor acțiuni sporește considerabil numărul titlurilor financiare, fapt care produce diluarea capitalului social și prejudicierea intereselor acționarilor minoritari. Pe de altă parte, stimulentele pot înlătura orice risc pentru manager, ceea ce este contrar ideii de asociere la risc.

• **planuri de stimulare managerială** prin „acțiunile-performanță" (*performance shares*) – oferirea de acțiuni managerilor pe baza măsurării performanței realizate de companie prin următorii indicatori:

1. profit pe acțiune (*earnings per share* – EPS)
2. rata de rentabilitate a activelor (*return on assets* – ROA)
3. rata de rentabilitate a capitalului propriu (*return on equity* – ROE)

Din moment ce prețul acțiunilor pe piață este legat de aceste variabile, îmbunătățirea performanțelor de acest gen și creșterea câștigurilor vor determina creșterea prețului acțiunilor. Pentru a primi acțiunile alocate, executivii trebuie să lucreze un anumit număr de ani în cadrul firmei, de regulă minimum patru ani.

• acordarea de **prime** managerilor, în funcție de profitul obținut de companie.

O a doua cale de soluționare a conflictului dintre acționari și manageri constă în **puterea de decizie a Consiliului de Administrație** care dispune de prerogative importante în materie de control al managerilor. În unele țări, consiliul de administrație are drept de veto asupra anumitor decizii și conservă puterea de revocare a președintelui său.

După anii '80 au fost formulate numeroase critici asupra capacității Consiliului de Administrație de a controla managerii. Unii membri se regăsesc simultan în mai multe Consilii de Administrație și nu dispun de timpul necesar pentru a-și îndeplini atribuțiile ce le revin. Pe de altă parte, ei pot avea interesul de a rămâne în bune relații cu managerii întreprinderii pentru a nu pierde avantajele asociate funcției lor.

A treia modalitate de rezolvare a neînțelegerilor acționari-manageri o reprezintă **votul prin procură**. În cazul în care Consiliul de Administrație nu este în măsură să controleze eficient managerii, acționarii desemnează o persoană care să îi reprezinte în îndeplinirea acestui rol. Ca urmare, dacă acționarul desemnat este de părere că managerii actuali nu dau dovadă de performanță ridicată, decide să propună celorlalți acționari schimbarea echipei manageriale.

În practică, această operațiune este dificil de realizat, întrucât un singur acționar reușește cu greutate să adune un număr suficient de voturi de la ceilalți acționari pentru a schimba echipa managerială. Adesea, majoritatea acționarilor consideră că înlocuirea echipei manageriale se face în contextul lipsei aproape totale de informație. În plus, se constată că într-o asemenea operațiune se implică un acționar care deține un procent scăzut din capital.

A patra modalitate de control al managerilor este **prezența acționarilor de referință**. Un asemenea acționar deține o parte semnificativă din capital și este pe

deplin motivat ca întreprinderea în care a investit sume importante să fie rentabilă. De aceea presiunea pe care o exercită asupra managerilor, pentru ca aceştia să adopte un comportament pe măsura interesului acţionarilor, este materializată în decizii importante şi are efectul scontat.

A cincia modalitate de soluţionare a conflictului acţionari-manageri şi care constituie totodată o ameninţare pentru managerii incompetenţi o reprezintă **ofertele publice de cumpărare** (OPC). Ele se mai numesc preluări „ostile" (*hostile takeover*) şi au loc mai ales atunci când capitalul social al firmei este subevaluat datorită unei succesiuni de decizii greşite ale echipei manageriale. În urma unei astfel de preluări, managerii firmei sunt de regulă concediaţi, iar cei care reuşesc să se menţină pe poziţie îşi pierd autonomia pe care o aveau înainte de preluare. Aceasta face ca managerii să fie interesaţi să ia măsuri care să ducă la maximizarea preţului acţiunilor.

Pierderea încrederii în managementul emitentului de titluri financiare poate declanşa mecanismele de preluare ostilă. Astfel, pe pieţele de capital din SUA şi Marea Britanie funcţionează adevărate pieţe pentru controlul societăţilor cotate; o societate cu activitate slabă din cauza managementului ineficient poate fi dobândită de către investitori care şi-au dat seama de adevăratul său potenţial. Practic, pe aceste pieţe se întâlnesc adevăraţi „vânători de control"[16], specializaţi în preluări urmate de revinderea cu profit a pachetelor, după ce societatea preluată va fi restructurată.

Unele dintre măsurile luate pentru ca preţul acţiunilor unei firme să crească şi să nu devină un „chilipir" pentru alţii sunt favorabile din punct de vedere al acţionarilor; alte tactici pe care managerii le pot folosi pentru a îndepărta o preluare ostilă nu sunt în interesul acţionarilor. Un asemenea exemplu de tactică dubioasă este „pilula otrăvită" (*poisson pill*). „Pilula otrăvită" reprezintă o măsură luată de către o firmă-ţintă pentru a evita preluarea; ea constă în dreptul acţionarilor existenţi de a cumpăra acţiuni suplimentare la un preţ atractiv, dacă sunt dispuşi să achiziţioneze un pachet mare de titluri.

O „pilulă otrăvită" este o acţiune care practic „ucide" o firmă, făcând-o astfel complet neatractivă pentru orice potenţial investitor interesat. Un exemplu în acest sens a fost planul companiei canadiene Inco de a vinde pachete importante din acţiunile sale la preţuri scăzute tuturor acţionarilor, cu excepţia celor care făceau parte din grupul care dorea să cumpere firma. De asemenea, unele companii din SUA au prevăzut prime uriaşe pentru manageri, în momentul în care aceştia doresc să iasă la pensie sau sunt concediaţi; primele reprezintă o parte importantă din averea companiei, în cazul în care firma este preluată şi se numesc „paraşute de aur".

În fine, **ultima cale** posibilă de soluţionare a conflictului dintre acţionari şi manageri constă în **alegerea unei structuri financiare particulare (specifice)**. Decizia de finanţare prin îndatorare îi motivează pe manageri, care, pentru a rambursa datoria şi a evita falimentul, au obligaţia asigurării calităţii activităţii şi obţinerii unor rezultate financiare favorabile. Se poate aprecia că gradul de îndatorare a întreprinderii este un instrument de control, deoarece îndatorarea limitează libertatea de conducere şi impune constrângeri.

[16] În Germania se pune accentul pe preluările negociate (amiabile); preluările forţate sunt rare şi dezavuate (Piperea, Gh. – *op.cit.*, p. 570).

Falimentul reprezintă o formă extremă de control, cu toate că funcționează numai atunci când regulile concurenței se află la baza deciziilor managerilor.

Realitatea a demonstrat că prin îndatorare valoarea întreprinderii crește și piața financiară valorifică necesitatea întreprinderii îndatorate de a fi mai performantă. Semnalul creșterii valorii de piață a întreprinderii confirmă că aceasta este capabilă să-și plătească datoriile în viitor și că are perspective certe de dezvoltare.

La rândul său, **conflictul dintre acționari și creanțieri** se rezolvă prin decizia de introducere a unor **clauze suplimentare de protecție** în contractul de creditare care armonizează interesele celor două părți. Aceste clauze se referă la:

- **politica de finanțare**, concretizată în trei tipuri de decizii financiare care restricționează comportamentul viitor al firmei îndatorate. **În primul rând**, creditorii solicită prin contract acționarilor ca, în cazul falimentului întreprinderii, datoria să aibă același rang de prioritate ca și celelalte datorii prezente sau viitoare. **În al doilea rând**, creanțierii restrâng prin anumite clauze posibilitatea întreprinderii de a oferi în viitor garanții reale asupra activelor sale, care ar putea să diminueze capacitatea de rambursare a datoriilor deja contractate. **În al treilea rând**, se poate recurge la clauze mai sofisticate care pot interzice o nouă emisiune de obligațiuni, mărind datoriile întreprinderii, dacă aceasta nu face față plăților curente.

De asemenea, în țările cu economii de piață puternice, piețele financiare pun la dispoziția investitorilor un mecanism important de control care le dă posibilitatea să-și lichideze rapid investițiile (fie prin refuzul de a mai finanța proiectele de restructurare sau dezvoltare a activității emitentului care presupun majorări de capital social, fie prin lichidarea stocului de acțiuni sau alte titluri deținute), în cazul în care și-au pierdut încrederea în managementul emitentului;

- **politica de dividende** care nu interzice plata acestora, ci prevede posibilitatea indexării lor corespunzător cu nivelul profitului obținut;
- **politica de producție și de investiții**, prin care se pot impune limite privind fuziunile, utilizarea activelor și menținerea unei anumite structuri a acestora;
- **publicarea informațiilor**, ca parte componentă a contractelor de datorii; în general, documentele care trebuie furnizate sunt situațiile financiare și fiscale auditate de un cabinet specializat și independent de întreprindere;
- **rambursarea anticipată**, care permite creanțierilor să ceară rambursarea anticipată a unei părți sau a totalității creanței înainte de scadență, ca efect al nerespectării angajamentelor prevăzute în contract;
- **convertibilitatea și utilizarea titlurilor hibride**, cum sunt obligațiunile convertibile în acțiuni, obligațiunile rambursabile în acțiuni etc.; astfel, dacă există un transfer de bogăție în favoarea acționarilor, creditorii vor beneficia în egală măsură prin exercitarea opțiunilor lor și se rezolvă conflictele între furnizori/aportorii de capitaluri.

2.4. Modele de guvernare corporativă

Studiul structurilor de guvernare a întreprinderii în diferite țări permite identificarea unor caracteristici în țările anglo-saxone, ale Europei continentale și în cele asiatice.

SUA şi Marea Britanie se caracterizează printr-un număr mare de întreprinderi naţionale cotate la bursă (a se vedea **Tabelul nr. 3**), pieţe financiare cu un grad mare de lichiditate, unde drepturile de proprietate şi de control sunt frecvent schimbate, şi un număr mic de grupuri de societăţi de control. În ţări ca Germania şi Japonia, băncile importante, companiile de asigurare şi statul ocupă o poziţie predominantă în sistemul de guvernare. În plus, multe firme dispun de acţionari de referinţă şi de o legislaţie particulară, ceea ce are ca efect limitarea considerabilă a numărului de preluări ostile.

Ţările latine se aseamănă cu cele anglo-saxone prin puterea statului ca acţionar şi importanţa redusă acordată salariaţilor în organele de decizie ale întreprinderii.

Nr. crt.	Ţara	Întreprinderi naţionale	Întreprinderi străine	Total
1.	Germania	678	944	1622
2.	Japonia	1714	77	1791
3.	Marea Britanie	1971	531	2502
4.	Franţa	710	194	904
5.	SUA Amex	727	64	791
6.	SUA Nasdaq*	4717	395	5112
7.	SUA Nyse**	1996	246	2242

Tabelul nr. 3
Societăţi cotate în principalele ţări industrializate

* Nasdaq = National Association of Securities Dealers Automated Quatations – a oferit licenţa pentru sistemul automat de tranzacţionare RASDAQ (Romanian Association of Securities Dealers Automated Quatations)

** Nyse = New-York Stock Exchange (Bursa de valori de la New-York)

Sursa: Avram, V., *op.cit.*, p. 155.

În structura guvernanţei corporative intervin mai multe subiecte de drept, denumirea uzuală fiind de constituenţi interni: acţionar, administrator, manager, salariat, furnizor, creditor, după caz. Acţionarul este un mandant („principal"), iar administratorul este un mandatar („agent"). În funcţie de aceste subiecte de drept, în sistemul de guvernare corporativă se întâlnesc trei modele[17] principale:

- modelul tradiţional (*traditional model*)
- modelul co-determinării (*co-determination model*)
- modelul riscului asumat (*stakeholder model*)

Modelul tradiţional este specific sistemului nord-american şi are la bază două tipuri de raporturi juridice: unul se stabileşte între acţionari şi administratori, în baza unui contract de mandat, iar unul între administratori şi manageri. Modelul se derulează

[17] Avram, V. – *op. cit.*, p. 156.

pe trei niveluri ierarhice: acționari (1) – administratori (2) – manageri (3), autoritatea managerilor derivând din cea a administratorilor. Legislația americană prevede că drepturile acționarilor de a influența afacerile curente ale societății sunt limitate, în exclusivitate, la alegerea membrilor consiliului de administrație; ei nu beneficiază de dreptul direct de a lua decizii cu privire la conducerea afacerilor societății (ca de exemplu, plata dividendelor). Totuși, acționarii pot în mod indirect să aducă managementul societății în situația de a-și schimba atitudinea și modul de a conduce. Astfel, acționarii pot decide să-și lichideze participațiile în societate sau să stopeze finanțarea, prin refuzul participării la majorarea capitalului propriu. În absența suportului financiar al acționarilor, managerii vor trebui schimbați.

Modelul co-determinării este specific țărilor vest-europene, iar participanții sunt ierarhizați pe patru niveluri ierarhice: acționari (1) – administratori (2) – manageri (3) – salariați (4). În cadrul acestui model se întâlnesc două tipuri de raporturi juridice: unul se derulează între acționari cu administratorii și reprezentanții salariaților, iar altul are loc între administratori și manageri.

Acest model este reprezentativ pentru Germania, al cărei sistem economic se bazează pe co-determinare socială, în sensul că diversele categorii sociale depun eforturi pentru ridicarea bunăstării sociale, deci au dreptul să participe la procesul decizional. Comparativ cu modelul tradițional, modelul co-determinării introduce un sistem de management participativ, pornind de la premisa că riscul afacerii este mai mic pentru acționari decât pentru salariați, întrucât aceștia din urmă nu își pot diversifica portofoliul de investiții. Din acest motiv, prezența salariaților în procesul decizional are un caracter democratic, deoarece analizează obiectivele strategice ale companiei și formulează recomandări consiliului de administrație, pentru a reduce riscul.

De asemenea, acest model introduce responsabilitatea în afaceri; firmele mici au mai puține obligații față de terți decât acționarii acestora, însă cele mai multe companii își exercită responsabilitatea onorându-și obligațiile către salariați, furnizori, clienți, comunitate. Acest principiu implică și responsabilitatea statului pentru proprietatea particulară.

Modelul riscului asumat este caracteristic țărilor Asiei de Sud-Est (Japonia în special) și este caracterizat tot de patru niveluri ierarhice și două raporturi juridice. Deosebirea față de modelul anterior este că raporturile juridice sunt mai complexe; astfel, avem de-a face cu un raport între acționari, reprezentanți ai salariaților, clienți, bănci, furnizori, pe de o parte și administratori, pe de altă parte.

Acest model își găsește motivația în faptul că orice persoană fizică sau juridică aflată într-un raport juridic cu o întreprindere are de suportat un anumit risc și trebuie să se implice în procesul decizional pentru a-și proteja interesele. Deși acest model acordă importanța cuvenită fiecărui tip de *stakeholder*, nu clarifică suficient întinderea drepturilor și obligațiilor fiecărui subiect de drept, pentru a păstra un echilibru între procesul decizional și nivelurile în baza cărora se structurează.

Indiferent de tipul modelului practicat, cadrul reglementativ exercită un impact deosebit asupra sistemului de guvernare corporatistă, fiind nefavorabil băncilor. Ca urmare a crizei din anul 1929, în care băncile au fost parțial responsabile, reglementarea americană și cea britanică au constrâns considerabil dezvoltarea băncilor.

Separarea funcțiilor de bancă comercială și de bancă de investiții a limitat expansiunea instituțiilor bancare, împiedicând mai ales participarea directă a acestora în capitalul altor întreprinderi (a se vedea **Tabelul nr. 4**), ceea ce a făcut imposibilă o reconciliere între bănci și întreprinderi, prin comparație cu cea constatată în Germania sau Japonia. În plus, grupurile (holding-urile) de bănci nu pot deține mai mult de 5% din capitalurile altei întreprinderi, iar participarea lor trebuie să fie pasivă.

Acționari	Germania (1993)	SUA (1990)	Franța (1993)	Japonia (1990)	Italia (1993)	Marea Britanie (1993)
I. Instituții financiare, din care:	**29,0**	**30,3**	**8,4**	**48,0**	**11,3**	**61,8**
Bănci	14,2	0	4,3	18,9	9,9	0,6
Companii de asigurare	7,1	4,5	2,2	19,6	0,8	17,3
Case de pensii	7,7	25,8	1,9	9,5	0,6	43,9
II. Instituții nefinanciare, din care:	71,0	**69,7**	**91,6**	**52,0**	**88,7**	**38,2**
Întreprinderi nefinanciare	38,8	14,1	54,5	24,9	23,0	3,1
Menaje	16,6	50,2	20,7	22,4	33,9	17,7
Putere publică	3,4	0	4,5	0,7	27,0	1,3
Nerezidenți	12,2	5,4	11,9	4	4,8	16,1
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Tabelul nr. 4
Structura acționariatului în principalele țări industrializate

Sursa: Avram, V., *op.cit.*, p. 157.

Conform datelor din **Tabelul nr. 4** se observă că legislația SUA era ostilă dezvoltării instituțiilor bancare, în special în termeni de deținere de acțiuni în întreprinderi din afara sectorului bancar. Evoluția reglementărilor pare să se schimbe, băncile fiind autorizate începând din 1994 să implementeze agenții în afara statului lor de origine.

De asemenea, cadrul reglementativ prevede obligativitatea schimbului de informații corecte între bănci și investitori, fără de care cele trei modele nu se pot aplica într-o manieră eficientă. Deși aceste modele de guvernare corporativă sunt caracteristice marilor firme, ele se pot aplica și de către **întreprinderile de talie mai mică**[18], al

[18] Conform unui studiu realizat de Sengenberger, Loverman și Piore (1990), structura organizatorică a IMM-urilor are la bază două modele: **„regatele" și „republicile"**. **„Regatele"** cuprind mai mulți furnizori legați de o companie mare într-un lanț de aprovizionare vertical sub coordonarea strategică a acestuia. Un exemplu elocvent de „regat" îl constituie IMM-urile japoneze care își desfășoară activitatea pe baza relațiilor de subcontractare. În anumite ramuri

căror rol a crescut, fiind cotate şi la bursă. Un exemplu interesant îl constituie societatea Yahoo, care creează site-uri de căutare pe Internet şi care, printr-un management financiar participativ, a avut în anul 1995 o capitalizare bursieră de ordinul miliardelor de dolari, deşi a realizat o cifră de afaceri de 30 de milioane USD. În plus, cotaţia micilor întreprinderi permite investitorilor disponibili să-şi diversifice portofoliul, prin deţinerea de active cu un nivel mai ridicat de risc, dar cu o speranţă puternică de câştig.

ale economiei nipone (electronică), producţia este organizată în sistemul grupurilor de furnizori, sub forma unei reţele piramidale de IMM-uri. **„Republicile"** unesc întreprinderi mici cu un grad înalt de specializare într-o structură orizontală în cadrul căreia nici o firmă nu are o poziţie dominantă. Un model clasic de „republică" este regiunea industrială „Emilia-Romagna", situată în nordul Italiei. IMM-urile asigură peste 40% din numărul total de locuri de muncă ale zonei. Între acestea se manifestă atât relaţii de cooperare, cât şi relaţii de concurenţă. Combinaţia „cooperare-concurenţă" reprezintă sursa competitivităţii acestor firme (*apud* Vladimir-Codrin Ionescu – *Managementul firmelor mici şi mijlocii*, Editura Economică, Bucureşti, 2004, p. 88).

BCU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Capitolul 3
IMPLICAREA ANALIZEI FINANCIARE ÎN PROCESUL DE FUNDAMENTARE A DECIZIILOR LA NIVEL MICROECONOMIC

3.1. Rolul analizei financiare în procesul de conducere la nivel microeconomic

Pentru a participa la fundamentarea şi adoptarea unei noi decizii financiare trebuie investigate realizările obţinute care, prin impactul exercitat asupra evoluţiei viitoare a firmei, îl forţează pe manager să procedeze la un nou efort de gândire capabil să îi schimbe raţionamentul. Înregistrarea unui decalaj nefavorabil între realizările şi obiectivele propuse anterior printr-o strategie poate fi un factor cu impact negativ asupra perspectivelor de evoluţie a firmei şi pune sub semnul întrebării calitatea managementului financiar.

La evaluarea impactului pe care decalajul înregistrat îl produce asupra evoluţiei viitoare a întreprinderii, accentul cade pe **analiza financiară** care s-a integrat în mecanismul de conducere şi a devenit un instrument extrem de util pentru practica în domeniu. Analiza financiară este axată cu precădere pe **fluxurile financiare** care se formează la nivelul unei întreprinderi, pe **modul de gestionare şi plasare a capitalurilor.** Însă acest demers nu se rezumă doar la aplicarea mecanică a unor formule, ci la formarea unui veritabil „instinct financiar" al managerului care, prin deciziile luate, valorifică întregul potenţial al firmei şi asigură funcţionarea eficientă a acesteia.

După cum s-a precizat în capitolul 1, analiza financiară este o activitate complexă de diagnosticare a **poziţiei (situaţiei) financiare**, precum şi a stării de **performanţă financiară** a întreprinderii, la sfârşitul exerciţiului. Analiza financiară urmăreşte „să evidenţieze modalităţile de realizare a **echilibrului financiar** (pe termen scurt şi pe termen lung), precum şi treptele de acumulare bănească, de **rentabilitate** ale activităţii întreprinderii"[1]. Pornind de la aceste preocupări concrete, analiza financiară recurge la instrumente de lucru specifice, prezentate în **Tabelul nr. 5.**

Nr. crt.	Formele analizei financiare	Obiect al investigaţiei	Instrumente utilizate
1.	Analiza poziţiei (situaţiei) financiare	Echilibrul financiar	Bilanţul
2.	Analiza stării de performanţă financiară	Rentabilitatea	Contul de profit şi pierdere

Tabelul nr. 5
Instrumente utilizate pe forme ale analizei financiare

[1] Stancu, I. – *Finanţe*, Editura Economică, Bucureşti, 2002, p. 780.

Din **Tabelul nr. 5** se desprinde faptul că analiza financiară se poate efectua fie pe baza bilanțului, fie pe baza contului de rezultate, modalități pe care le vom dezvolta ulterior. Indiferent de formele sub care se desfășoară, analiza financiară pornește de la **efectele obținute** (rezultatele procesului încheiat) și se îndreaptă către **eforturile depuse** (elemente, factori); așadar, drumul pe care-l parcurge analiza reprezintă inversul evoluției reale a fenomenului financiar.

De asemenea, analiza financiară se derulează într-o succesiune de etape care îi asigură un caracter complet și științific. Aceste **etape**[2] sunt următoarele:

1. delimitarea **obiectului analizei** care presupune constatarea anumitor fapte, fenomene, rezultate; delimitarea obiectului se face în timp și spațiu, cantitativ și calitativ, utilizând anumite metode de evaluare și calcul;

2. **determinarea elementelor, factorilor și cauzelor** fenomenului studiat. Descompunerea în elemente presupune o analiză structurală. Factorii se stabilesc în mod succesiv, trecând de la cei cu acțiune directă la cei cu acțiune indirectă, până la stabilirea cauzelor finale, pe baza principiului descompunerii în trepte.

În legătură cu noțiunile utilizate sunt necesare următoarele precizări:

- **elementele** reprezintă părți componente ale fenomenului analizat (de exemplu, costul produsului pe articole de calculație);
- **factorii** reprezintă acele forțe motrice care provoacă sau determină un fenomen (productivitatea muncii față de producția exercițiului);
- **cauzele** reprezintă fenomene care, în anumite condiții, provoacă și, deci, explică apariția unui alt fenomen (de exemplu, o măsură tehnico-organizatorică conduce la reducerea pierderilor tehnologice);
- **cauzele finale** reprezintă ultimele cauze descoperite în procesul de analiză, datorită limitelor acesteia. Se numesc cauze finale datorită faptului că procesul de analiză reprezintă, după cum s-a mai precizat, inversul evoluției reale a fenomenului; însă, din punct de vedere al apariției și dezvoltării fenomenelor, ele sunt cauze primare;
- **stabilirea factorilor de influență** presupune determinarea atât a corelației dintre fiecare factor și fenomenul analizat, cât și a corelației dintre diferiți factori care acționează. Este necesară stabilirea raporturilor de condiționare. Parcurgerea celor trei etape conduce la elaborarea modelelor de analiză;
- **măsurarea influențelor** diferitelor elemente sau factori. În această etapă intervine analiza cantitativă pentru cuantificarea influențelor, a măsurării rezervelor interne, a aprecierii cât mai exacte a rezultatelor;
- **sintetizarea rezultatelor** analizei, stabilindu-se concluziile și aprecierile asupra activității din sfera cercetată;
- **elaborarea măsurilor** clare de acțiune care se vor concretiza în decizii de corectare (reglare) menite să asigure folosirea optimă a resurselor, să contribuie la sporirea eficienței activității în viitor. Orice decizie de acest tip reprezintă o funcție de două variabile:

[2] Iștănescu, A., Stănescu, C., Băicuși, A. – *Analiza economico-financiară*, Editura Economică, București, 1999, p. 17.

evaluarea scopului (dimensiunea şi importanţa obiectivului de reglat) şi probabilitatea realizării deciziei.

În acelaşi timp, analiza financiară necesită culegerea şi prelucrarea unui ansamblu de informaţii care îmbracă forma **indicatorilor**. Aceştia devin un instrument de lucru indispensabil muncii de analiză financiară şi, implicit, derulării actului decizional la nivel microeconomic. De aceea, în proiectarea şi derularea activităţii financiare a întreprinderii, un accent aparte se pune tocmai pe **sistemul de indicatori**, precum şi pe modalităţile concrete de utilizare şi control al acestora.

Nivelurile indicatorilor, fie proiectate, fie realizate, devin din punctul de vedere al practicii manageriale parametrii în cadrul cărora se derulează activităţile şi procesele financiare. Managerul financiar trebuie să lucreze cu indicatori reprezentativi cu ajutorul cărora poate să controleze evoluţia activităţii financiare şi să contribuie la dezvoltarea de ansamblu a întreprinderii. În consens cu aceasta, apare şi necesitatea perfecţionării continue a tehnicilor de prelucrare a indicatorilor economico-financiari utilizaţi în procesul de fundamentare a deciziilor de corectare (reglare).

Se poate afirma că **sistemul de indicatori** este „implicat" direct în exercitarea unor funcţii de stimulare, de cointeresare şi de sporire a eficienţei întreprinderii, motiv pentru care trebuie să satisfacă **două cerinţe de bază**:

- să corespundă principiilor şi obiectivelor care se află la baza actului conducerii;
- să se bazeze pe caracterul real al informaţiei.

Preocuparea managerilor de a asigura corectitudinea şi realitatea informaţiilor trebuie să se manifeste atât în etapele culegerii acestora, cât şi în cele de prelucrare, analiză şi diagnosticare. Numai în acest mod informaţiile obţinute vor putea fi folosite pentru a previziona câştigurile viitoare ale firmei. Dacă din punctul de vedere al unui investitor **previzionarea** este cel mai important aspect, pentru managerul întreprinderii (general sau financiar), analiza financiară reprezintă punctul de plecare pentru **planificarea acţiunilor viitoare**. De fapt, toate categoriile de stakeholderi îşi conturează ansamblul de informaţii destinat unui anumit scop, ţinând seama de sursă, vechime şi drumul parcurs, de gradul de perimare în timp şi spaţiu, dar mai ales de interesele urmărite de furnizorul de date. Numai în acest fel se poate asigura compatibilitatea necesară dintre funcţia de reflectare-cunoaştere, pe de o parte şi funcţia de orientare-coordonare, pe de altă parte, atribuite sistemului de indicatori.

În consecinţă, **un sistem informaţional bine organizat în domeniul financiar care are în conţinutul său indicatori relevanţi pentru manageri, calculaţi pe baza unor informaţii corecte şi reale, dobândeşte un rol tot mai important, atât pentru întreprinderea în cauză, cât şi pentru partenerii săi de afaceri.** În plus, indicatorii rezultaţi din analiza financiară **„vor servi la elaborarea unui diagnostic de rentabilitate, de risc şi de valoare"**[3] (diagnostic-financiar – n.n).

Diagnosticul financiar este rezultatul unui proces de evaluare a potenţialului financiar al întreprinderii. El este practicat de agenţi economici diverşi (*stakeholders*) care au un interes asupra întreprinderii analizate, sunt angajaţi în anumite raporturi juridice cu

[3] Stancu, I. – *Finanţe*, Editura Economică, Bucureşti, 2002, p. 779.

aceasta. Astfel se explică de ce obiectivele diagnosticului financiar sunt diferite, în funcţie de subiectul care îl evaluează, acordându-se atenţie unui aspect sau altuia, capabil să surprindă situaţia financiară a întreprinderii după scopurile urmărite.

Obiectivele diagnosticului financiar pot fi grupate pe două categorii principale de *stakeholders* şi anume **acţionari şi manageri**, pe de o parte, respectiv **creanţieri (bănci, furnizori, salariaţi)**, pe de altă parte, după cum se vede în **Figura nr. 9**.

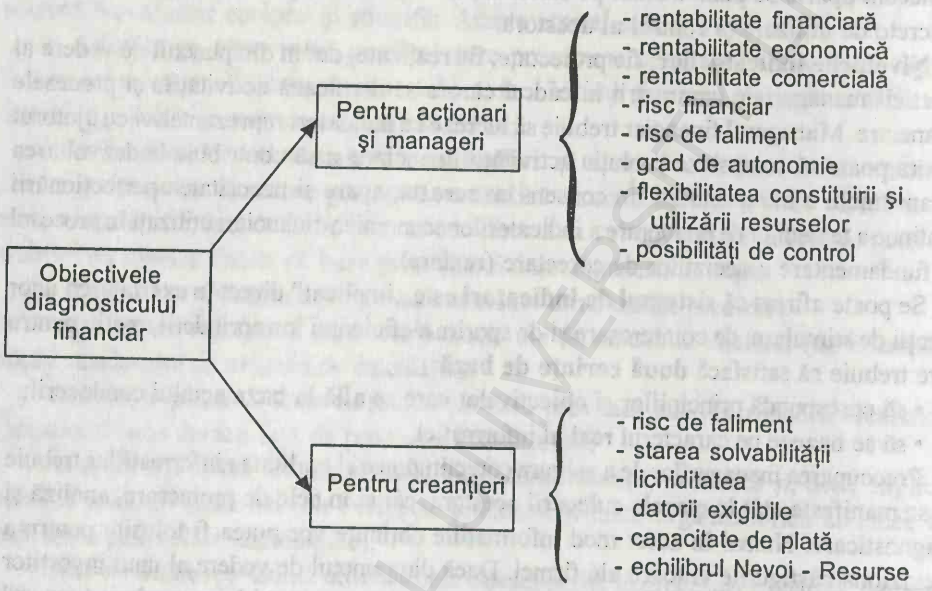


Figura nr. 9
Obiectivele diagnosticului financiar pe tipuri de *stakeholders*

Prin diagnostic se identifică punctele critice în cadrul activităţii financiare derulate de-a lungul exerciţiului financiar încheiat şi se avizează centrele de decizie pentru a iniţia măsurile de reglare.

Este important de menţionat că diagnosticul se elaborează nu doar atunci când la nivelul întreprinderii apar semnale de dereglare, ci şi atunci când se constată o funcţionare normală a activităţii în raport cu obiectivele fixate. Acest lucru se impune deoarece în interiorul mecanismului financiar de la nivel microeconomic intervin acţiuni compensatoare care moderează sau anihilează abaterile nefavorabile în funcţionarea acestuia.

Nu trebuie pierdut din vedere faptul că volumul de informaţii poate constitui o adevărată problemă în munca de analiză şi de diagnosticare a stării de performanţă a întreprinderii. Realitatea a demonstrat că o analiză financiară prea aprofundată poate genera nu câştiguri, ci chiar pierderi substanţiale pentru firmă, din cel puţin două motive: **furnizarea** unui **ansamblu de date** foarte bine fundamentate, dar mult mai târziu decât este nevoie şi **oferirea factorului de decizie** a unor **elemente contradictorii**. Astfel mulţi indicatori pot fi interpretaţi într-o manieră dual: ei sunt avantajoşi pentru o

firmă şi dezavantajoşi pentru alta. Uneori, managerul, datorită specificului propriei profesii, nu are abilitatea de a înţelege semnificaţia indicatorilor dacă nu cooperează cu analistul financiar; astfel de împrejurări pot determina **falimentul firmei.**

În concluzie, scopul cuplului **analiză financiară-diagnostic financiar este de a caracteriza într-o manieră cât mai pertinentă şi mai prudentă situaţia întreprinderii, în scopul fundamentării pe criterii de optim a deciziilor de constituire şi utilizare a resurselor.**

3.2. Analiza poziţiei financiare a întreprinderii şi impactul său

3.2.1. Consideraţii privind necesitatea abordării bilanţului din perspectivă financiară

Analiza situaţiei financiare a întreprinderii la un moment dat, de regulă la sfârşitul exerciţiului, permite evaluarea mărimii şi evoluţiei **patrimoniului,** precum şi formularea de aprecieri cu privire la modalitatea de realizare a echilibrului financiar. Având în vedere că bilanţul constituie documentul principal care stă la baza evaluării patrimoniului întreprinderii, studiul poziţiei financiare a întreprinderii necesită analiza financiară a bilanţului, care are un caracter static.

Dacă sub aspect **juridic** analiza bilanţului permite prezentarea drepturilor şi angajamentelor patrimoniale, abordarea financiară pune în evidenţă relaţia dintre **sursele fondurilor** (resursele) şi **nevoile** (utilizările) cărora le sunt alocate fondurile (a se vedea **Tabelul nr. 6**).

Prezentarea bilanţului	Elementele patrimoniului	
- contabilă	Activ	Pasiv
- juridică	Drepturi: - de proprietate - de creanţă	Angajamente faţă de: - proprietari (capitaluri proprii) - terţi (datorii)
- financiară	Utilizarea fondurilor încredinţate întreprinderii NEVOI	Sursele fondurilor încredinţate întreprinderii RESURSE

Tabelul nr. 6
Abordări ale patrimoniului unei întreprinderi

După cum se observă în **Tabelul nr. 6,** sub **aspect juridic,** elementele înscrise în **activ** corespund unor **drepturi patrimoniale,** în timp ce **pasivul** apare ca o sinteză a **angajamentelor contractate.**

La rândul lor, **drepturile patrimoniale** sunt de două tipuri:

- **drepturi de proprietate,** concretizate în posibilitatea utilizării bunurilor în scopul producţiei, consumului sau fructificării acestuia pentru obţinerea unor venituri. Acest drept se exercită atât asupra **bunurilor materiale** (terenuri, clădiri, stocuri de mărfuri,

materii prime, produse finite) cât şi asupra **bunurilor nemateriale** (brevete, licenţe, mărci de fabrică şi alte elemente necorporale);

- **drepturi de creanţă**, adică drepturi ale întreprinderii asupra terţilor, care constau în angajamente contractate de anumiţi parteneri, cum sunt **clienţii** şi **debitorii**. De exemplu, în cazul **clienţilor**, termenele de plată au fost convenite în avans cu reprezentanţii întreprinderii şi au o scadenţă ulterioară livrării bunurilor şi serviciilor. La rândul lor, **debitorii** întreprinderii sunt beneficiari ai unor împrumuturi pentru care au convenit asupra angajamentelor de rambursare în viitor a capitalului şi costului aferent acestuia sub formă de dobândă.

În ceea ce priveşte **angajamentele patrimoniale**, acestea corespund obligaţiilor pe care întreprinderea trebuie să le onoreze la o anumită scadenţă şi sunt înregistrate în pasivul bilanţului.

Angajamentele pot fi consecinţa unor decizii voluntare, liber subscrise de întreprindere (obligaţiile faţă de furnizori, împrumuturi contractate), precum şi a unor obligaţii impuse (obligaţiile fiscale).

Din perspectiva managementului financiar, este importantă diferenţierea angajamentelor patrimoniale, în funcţie de efectele lor, în **angajamente corespunzătoare datoriilor** şi **angajamente corespunzătoare capitalurilor proprii. Primele** obligă întreprinderea să ramburseze datoriile şi să plătească dobânzile, conform clauzelor contractuale. **Angajamentele corespunzătoare capitalurilor proprii** apar în legătură cu remunerarea proprietarilor fondurilor puse la dispoziţia întreprinderii.

În legătură cu acest aspect, este important de menţionat că proprietarii nu beneficiază de nici o garanţie care să le asigure recuperarea fondurilor investite. În ipoteza în care rezultatele întreprinderii vor fi slabe, există riscul nedistribuirii dividendelor. În compensarea riscurilor care decurg din această situaţie, proprietarii pot beneficia de **trei avantaje**[4] **majore** şi anume:

- **dividende superioare**, dacă întreprinderea are o evoluţie financiară favorabilă şi degajă rezultate bune la sfârşitul exerciţiului;
- **creşterea valorii capitalurilor proprii**, deci o bogăţie pe care proprietarii o deţin în întreprindere;
- **dreptul de participare** la deciziile majore din viaţa întreprinderii, în special la cele referitoare la desemnarea conducerii acesteia.

În cazul **abordării financiare** a bilanţului, **pasivul** apare ca o inventariere a surselor de finanţare, în timp ce elementele înscrise în **activ** corespund unor alocări de fonduri. Indiferent de manierele de abordare a bilanţului şi de momentul la care acesta se încheie, menţinerea egalităţii între sumele totale înscrise în activul şi pasivul său constituie o regulă ce trebuie strict respectată.

Egalitatea bilanţieră este necesară pentru că transpune o identitate fundamentală între activ şi pasiv, care, de fapt, sunt două reprezentări diferite ale aceleiaşi mărimi economice.

[4] Vintilă, G. – *Gestiunea financiară a întreprinderii*, Editura Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 2000, p. 34.

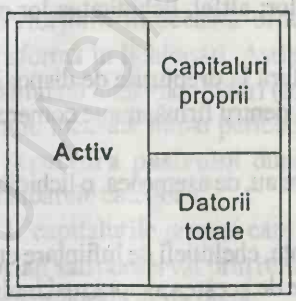
Având în vedere că pasivul reflectă sursele fondurilor constituite de întreprindere, iar activul grupează utilizările cărora le sunt afectate aceste fonduri, înseamnă că nici o resursă nu poate rămâne fără alocare, după cum nu poate exista nici o nevoie de finanţare fără surse de fonduri. În aceste condiţii, egalitatea între activ şi pasiv reprezintă *egalitatea între valoarea nevoilor de finanţare şi cea a resurselor de care dispune întreprinderea*, a cărei analiză are un rol principal în asigurarea echilibrului financiar al întreprinderii.

3.2.2. Analiza bilanţului financiar (analiza lichiditate-exigibilitate)

În **economia de piaţă**, conducerea întreprinderii este direct interesată ca, prin deciziile financiare adoptate, să facă faţă plăţilor şi să evite falimentul, făcând dovada unui management financiar de calitate, orientat spre constituirea şi utilizarea eficientă a resurselor. Din acest motiv, deciziile financiare, fie că se referă la investiţii sau la finanţare, sunt rezultatul analizei lichiditate-exigibilitate care are meritul de a pune în evidenţă riscul de insolvabilitate a întreprinderii.

Analiza lichiditate-exigibilitate studiază, în vederea confruntării, gradul de lichiditate al elementelor de activ şi gradul de exigibilitate al elementelor de pasiv. **Lichiditatea reprezintă capacitatea unui activ de a se transforma în bani, fără termen, dar şi fără pierdere de valoare. Exigibilitatea exprimă însuşirea unui pasiv de a deveni scadent la un anumit termen.** În acest context, riscul de insolvabilitate presupune imposibilitatea întreprinderii de a face faţă pasivului exigibil cu activul său disponibil. Analiza lichiditate-exigibilitate se sprijină pe criteriile de clasificare a posturilor bilanţiere, precum şi pe concepţia patrimonială a întreprinderii, motiv pentru care se mai numeşte şi **analiză patrimonială.**

În optica acestui tip de analiză, întreprinderea apare ca o entitate juridico-economică, având un patrimoniu inventariat în activul şi pasivul bilanţului. **Activul** se compune din **bunuri** deţinute de întreprindere şi **creanţe; pasivul** este format din **capitaluri proprii** şi, într-o măsură considerabilă, din **datorii** contractate de întreprindere şi nerambursate încă. Expresia cea mai simplă a valorii patrimoniale a întreprinderii, la data încheierii exerciţiului, este redată prin **situaţia netă** (SN), calculată ca diferenţă între activ şi datoriile totale (a se vedea **Figura nr. 10**).



SN = Activ – Datorii totale
SN ≠ Capitaluri proprii
SN = Capitaluri proprii – Subvenţii pentru investiţii – Provizioane reglementate

Figura nr. 10
Elementele de calcul ale situaţiei nete a întreprinderii

Situația netă exprimă averea netă a acționarilor, respectiv activul neangajat în datorii. Acest indicator interesează atât **acționarii** și **proprietarii** întreprinderii, care vor să știe ce avere posedă, cât și **creditorii**, pentru care activul realizabil constituie gajul creanțelor lor. Astfel, situația netă evidențiază sumele ce vor reveni asociaților sau acționarilor în caz de lichidare, dacă prin cedarea elementelor de activ se vor obține sume la un nivel corespunzător valorii lor din bilanț și dacă nu vor apărea datorii necontabilizate.

O **valoare pozitivă** a situației nete reflectă o gestiune economică sănătoasă. Această creștere este consecința reinvestirii unei părți din profitul net și marchează atingerea obiectivului de maximizare a valorii întreprinderii urmărit de acționari și de manageri. O **valoare negativă** a situației nete este consecința încheierii cu pierderi a exercițiilor anterioare și este un semnal al apariției falimentului.

În legătură cu situația netă, trebuie făcute două precizări și anume:

- situația netă nu este egală cu capitalurile proprii, cum ar părea la prima vedere, în urma calculelor efectuate; spre deosebire de capitalurile proprii, situația netă este mai restrictivă, excluzând din categoria acestora subvențiile pentru investiții și provizioanele reglementate, deoarece aceste elemente pot fi grevate de datorii sau pot angaja creanțe fiscale. De aceea indicatorul situație netă este mai relevant, exprimând valoarea activului realizabil la un moment dat;
- situația netă nu este totuna cu activul net contabil; activul net contabil (ANC) se calculează în două moduri:

ANC = Activ total – Datorii totale = Capitaluri proprii

ANC = Capital social – Rezultate/Rezerve ce revin acționarilor

ANC se identifică cu capitalurile proprii.

Datele necesare analizei financiare sunt preluate din bilanțul financiar. Construcția bilanțului financiar pornește de la elementele conținute în bilanțul contabil, dar necesită o tratare prealabilă a posturilor de activ și de pasiv, după criteriile de lichiditate-exigibilitate.

Pentru a respecta cât mai fidel criteriul lichidității, activele fixe se vor prezenta în următoarea succesiune:

1. imobilizările din afara activității curente (de exploatare) privind terenurile neutilizate, casele de locuit etc. și care nu participă la funcționarea întreprinderii. Ele au caracterul unui plasament în active fizice ce pot reprezenta o rezervă de capitaluri eventual disponibile când situația financiară ar impune lichidarea lor; altfel, lichiditatea lor este foarte slabă;

2. imobilizările necorporale neamortizabile care se referă la drepturile de dispoziție achiziționate (fondul de comerț pentru atragerea clienților, pentru firmă, nume comercial etc.) și care au o lichiditate slabă;

3. imobilizările corporale neamortizabile (terenurile) care au, de asemenea, o lichiditate slabă;

4. imobilizările necorporale amortizabile (brevete, licențe, cheltuieli de înființare etc.) devin lichide pe măsura repartizării cheltuielilor ocazionate de acestea asupra mai multor perioade de gestiune;

5. imobilizări corporale amortizabile care devin lichide pe măsura amortizării lor;

6. împrumuturile acordate filialelor sub formă de avansuri permanente în contul curent al acestora, ca mijloc de finanțare în cadrul unui program de dezvoltare și care sunt rambursabile pe termen lung;

7. participațiile sub formă de acțiuni sau părți sociale pe care întreprinderea le deține în permanență pentru a controla o altă societate sau pentru a exercita o influență dominantă în cadrul acesteia. Titlurile de participație au o lichiditate slabă tocmai pentru a păstra controlul sau influența. Această lichiditate slabă le diferențiază de valorile mobiliare de plasament care sunt disponibile și pot fi lichidate pe piața financiară fără a se pune problema pierderii unei poziții în conducerea altei societăți. Titlurile de participare nu pot fi amortizate; cedarea lor se impune numai în situații financiare critice;

8. alte imobilizări financiare (dobânzi calculate și cu scadență amânată, împrumuturi către terți, depozite și cauțiuni).

Activele circulante sunt mai lichide decât activele fixe, putând fi rapid transformate în monedă. Durata recuperării capitalurilor bănești alocate în aceste active este mai scurtă și de aceea ele mai sunt numite și **decalaje de plăți nefavorabile.** Din momentul plății aprovizionărilor și cheltuielilor de producție până în momentul încasării produselor vândute este un decalaj de plăți nefavorabil. Gradul de lichiditate al activelor circulante este variabil în funcție de diversitatea lor, astfel:

1. stocurile vor fi structurate înregistrându-se mai întâi **stocurile de siguranță** (stocuri de materii prime deținute de firmă pentru ca, în cazurile în care furnizorii nu livrează la timp materialele, să nu fie întreruptă activitatea) și cele de **producție în curs de execuție** (a căror rotație nu poate fi accelerată);

2. cele mai lichide stocuri sunt cele de produse finite sau mărfuri (care pot fi vândute imediat în totalitate), precum și stocurile de materii prime deținute în scopuri **speculative.** Acestea din urmă se mai numesc și **stocuri de speculație,** iar existența lor este legată de variațiile așteptate (previzibile) în evoluția prețurilor;

3. creanțele, al căror grad de lichiditate este mai mare decât al stocurilor, întrucât pot fi scontate la bănci. Uneori, creanțele au un grad de lichiditate mai redus decât al stocurilor, ca în cazul în care se dețin creanțe asupra unor debitori litigioși ori rău-platnici;

4. activele de trezorerie și în special disponibilitățile bănești aflate în casă sau în conturi bancare, al căror grad de lichiditate este superior tuturor celorlalte tipuri de active circulante prezentate anterior.

Prioritară în această ordonare este perioada în care activele respective se vor transforma în lichidități. Astfel, o creanță cu termen de încasare mai mare de un an va fi asimilată unei imobilizări (în bilanț se specifică distinct sumele din postul „creanțe" ce trebuie încasate într-o perioadă mai mare de un an).

Structura pasivului după criteriul exigibilității grupează posturile de pasiv în următoarele categorii:

1. capitalurile proprii care au o exigibilitate nulă, întrucât capitalul mobilizat de la asociați sau conservat prin reinvestirea profitului este definitiv la dispoziția întreprinderii pe toată durata ei de viață;

2. datoriile cu termene de rambursare mai mari de un an, în categoria acestora incluzându-se creditele bancare;

3. datoriile cu termen de rambursare sub un an, în care se vor înscrie datoriile de exploatare şi datoriile bancare cu scadenţă în anul curent;

4. creditele de trezorerie care sunt considerate cele mai exigibile pasive.

Pregătirea datelor din bilanţul contabil într-o formă adecvată nevoilor de analiză conduce la următoarea configuraţie a bilanţului financiar prezentată în **Figura nr. 11**.

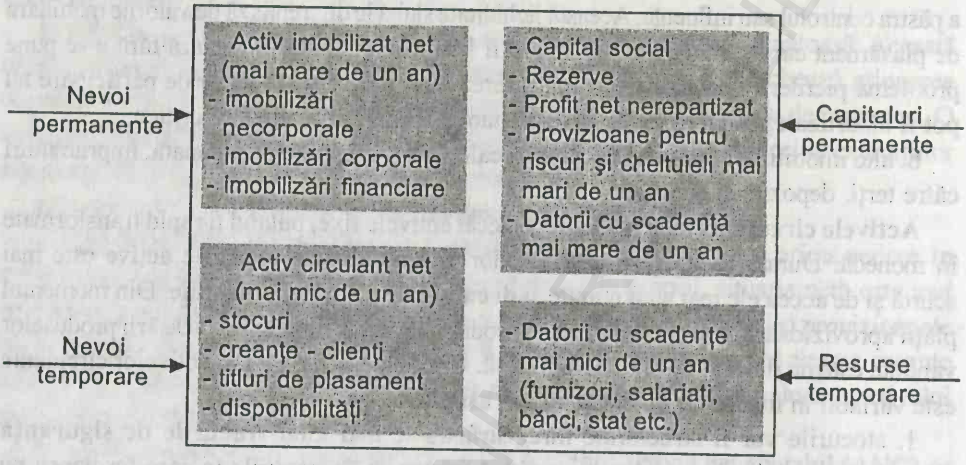


Figura nr. 11
Bilanţul financiar al întreprinderii

Pe orizontală, schema bilanţului financiar prezentată în **Figura nr. 11** are două părţi: **partea de sus** (nevoi, respectiv capitaluri permanente) – care reflectă structura financiară prin stabilirea elementelor care-l compun şi **partea de jos** (nevoi, resurse temporare) – care evidenţiază conjunctura, ciclul de activitate. Pornind de la un anumit echilibru care trebuie să existe între durata unei operaţii de finanţat şi durata mijloacelor de finanţare corespunzătoare, bilanţul financiar pune în evidenţă **două reguli** principale ale finanţării şi anume:

- nevoile permanente de alocare a fondurilor băneşti vor fi acoperite din capitaluri permanente, îndeosebi din capitaluri proprii;
- nevoile temporare vor fi, în mod normal, finanţate din resurse temporare.

Nerespectarea regulilor de finanţare va genera o situaţie de dezechilibru financiar.

Cele două părţi ale bilanţului financiar, cuprinzând elemente de activ în strânsă corespondenţă cu cele de pasiv, reflectă echilibrul financiar pe termen lung, iar partea de jos surprinde echilibrul financiar pe termen scurt.

Aşadar, analiza bilanţului financiar (analiza patrimonială) îşi propune să identifice starea de echilibru financiar la nivelul firmei, la sfârşitul exerciţiului. Ea se derulează pe două direcţii majore care fac obiectul detalierii, în continuare:

A. analiza fondului de rulment, necesarului de fond de rulment şi a trezoreriei nete;

B. analiza ratelor financiare.

A. Triada Fond de rulment – Necesar de fond de rulment – Trezorerie netă

Atunci când sursele permanente sunt mai mari decât nevoile permanente de alocare a fondurilor băneşti, întreprinderea dispune de un **fond de rulment**. Acest excedent de resurse permanente degajat de ciclul de finanţare al imobilizărilor poate fi utilizat sau „rulat" pentru reînnoirea activelor circulante. Fondul de rulment apare ca **o marjă de securitate financiară** care garantează solvabilitatea întreprinderii. Aşadar, în cazul apariţiei unor probleme comerciale sau de natură financiară (reducerea temporară a vânzărilor, întârzierea plăţilor către clienţi, accelerarea plăţilor către furnizori etc.), fondul de rulment asigură independenţa financiară a întreprinderii faţă de creditorii săi.

Noţiunea de fond de rulment poate avea mai multe formulări, însă două dintre ele prezintă interes deosebit şi merită reţinute drept concepte fundamentale ale analizei financiare. Este vorba de **fondul de rulment net/permanent**[5] pe de o parte şi **fondul de rulment propriu**, pe de altă parte. Alte forme ale fondului de rulment sunt: fondul de rulment brut (total) şi fondul de rulment străin. Calculul formelor fondului de rulment se realizează pe baza **Figurii nr. 12**, astfel:

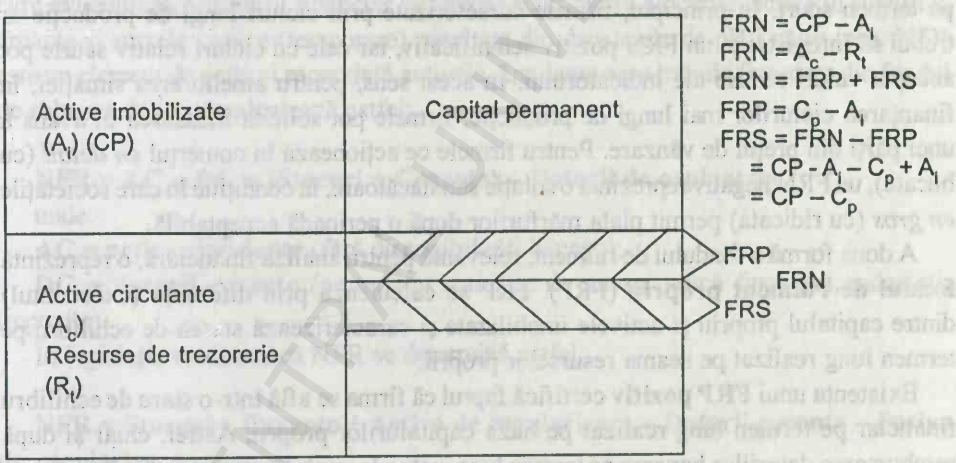


Figura nr. 12
Formele fondului de rulment

Legendă:
FRN = fond de rulment net
FRP = fond de rulment propriu
FRS = fond de rulment străin
C_p = capital propriu
CP = capital permanent (capital social + amortizare + profit net nedistribuit + rezerve)

[5] Aceşti indicatori sunt prevăzuţi şi în legislaţia română. A se vedea în acest sens Ordinul Ministerului Finanţelor nr. 616 pentru aprobarea Normelor metodologice privind întocmirea bugetului de venituri şi cheltuieli de către agenţii economici, Monitorul Oficial al României nr. 286/26.06.2000. În literatura de specialitate fondul de rulment net se mai numeşte fond de rulment financiar sau fond de rulment lichiditate.

FRN se determină prin două modalități echivalente, fie abordând partea de sus a bilanțului (specifică țărilor Europei continentale), fie abordând partea de jos a bilanțului (modelul anglo-saxon):

$$1.\ FRN = CP - A_i$$
$$2.\ FRN = A_c - R_t$$

Existența unui **FRN pozitiv** certifică o stare de echilibru financiar pe termen lung. Existența unor capitaluri cu exigibilitate mai mare de un an asigură acoperirea necesarului de finanțat al imobilizărilor. În plus, un FRN pozitiv trebuie înțeles ca un fond de rezervă din care se pot finanța deficitele care pot apărea între alocările și resursele de finanțat pe termen scurt. Pentru ca întreprinderea să nu se îndepărteze de un management financiar performant, dimensiunea FRN pozitiv nu trebuie exagerată, întrucât costurile capitalurilor procurate pe termen lung sunt superioare celor pe termen scurt.

Un **FRN negativ** va evidenția imposibilitatea firmei de a asigura un excedent de resurse financiare pe termen lung din care să poată fi acoperite necesitățile de finanțare pe termen scurt. În principiu, firmele caracterizate prin cicluri lungi de producție ar trebui să înregistreze un FRN pozitiv semnificativ, iar cele cu cicluri relativ scurte pot accepta valori reduse ale indicatorului. În acest sens, pentru ameliorarea situației, în finanțarea ciclurilor mai lungi de producție, firmele pot solicita încasarea în avans a unei părți din prețul de vânzare. Pentru firmele ce acționează în comerțul *en detail* (cu bucata), un FRN negativ reprezintă o soluție satisfăcătoare, în condițiile în care societățile *en gros* (cu ridicata) permit plata mărfurilor după o perioadă acceptabilă.

A doua formă a fondului de rulment, relevantă pentru analiza financiară, o reprezintă **fondul de rulment propriu** (FRP). FRP se calculează prin diferența (excedentul) dintre capitalul propriu și activele imobilizate și caracterizează starea de echilibru pe termen lung realizat pe seama resurselor proprii.

Existența unui **FRP pozitiv** certifică faptul că firma se află într-o stare de echilibru financiar pe termen lung realizat pe baza capitalurilor proprii. Astfel, chiar și după rambursarea datoriilor bancare pe termen lung, activele imobilizate vor putea fi finanțate în întregime pe seama capitalurilor pe termen lung (acestea fiind capitalurile proprii, a căror exigibilitate este zero). Un **FRP negativ** nu trebuie interpretat ca fiind o situație nefavorabilă, cel puțin pe termen scurt, ci doar un potențial semnal de alarmă pentru viitor.

Ultimele două forme ale FR sunt **fondul de rulment brut sau total** (FRB) și **fondul de rulment străin sau împrumutat** (FRS). Conform legislației românești[6], **FRB** este egal cu activele circulante și se calculează ca diferență între activ și activele imobilizate. Pe baza lui se calculează indicatorul „gradul de acoperire a activelor circulante cu capital propriu", ca raport între fondul de rulment propriu și fondul de rulment total.

[6] Ordinul Ministrului Finanțelor nr. 616 pentru aprobarea Normelor metodologice privind întocmirea bugetului de venituri și cheltuieli de către agenții economice, Monitorul Oficial al României nr. 286/26.06.2000.

Indicatorul exprimă partea din active circulante finanţată din resurse proprii excedentare, după finanţarea activelor pe termen lung.

În fine, **fondul de rulment străin** (FRS) se calculează ca diferenţă între FRN şi FRP şi reflectă măsura îndatorării pe termen lung, pentru finanţarea nevoilor pe termen scurt. FRS reprezintă surse atrase de la parteneri (plăţi în avans) sau împrumutate de la bănci.

Fondul de rulment are o valoare informativă deosebită, conferită de poziţia strategică a acestuia de a realiza legătura între cele două părţi ale bilanţului financiar. Unii analişti financiari[7] sunt de părere că fondul de rulment reprezintă cel mai important indicator al echilibrului financiar lichiditate-exigibilitate. În cele din urmă, fondul de rulment este rezultatul arbitrajului între finanţarea pe termen lung şi cea pe termen scurt. Alţi analişti[8] consideră că fondul de rulment are o putere limitată de cunoaştere; astfel, poate apărea situaţia când două firme au acelaşi fond de rulment, dar situaţii financiare diferite ca urmare a **raportului diferit active curente/pasive curente.**

În orice caz, fondul de rulment în sine nu este suficient pentru a fundamenta o decizie de finanţare. El trebuie pus în relaţie cu necesarul de fond de rulment (NFR), care evidenţiază echilibrul financiar pe termen scurt dintre alocările ciclice în stocuri şi creanţe şi sursele ciclice (temporare) rezultate din decalajele de plăţi către terţi. NFR este un element de activ şi reprezintă activele circulante care trebuie finanţate din fondul de rulment. NFR se calculează astfel:

NFR = AC – DC = (Stocuri + Creanţe) – Datorii de exploatare,

unde:

AC = active circulante (fără disponibilităţi băneşti);

DC = datorii curente (pe termen mai mic de un an, adică furnizori, salariaţi, impozite).

În legislaţia românească NFR se determină astfel:

NFR = Stocuri + Creanţe + Active de regularizare – Datorii curente – Pasive de regularizare

Mărimea pozitivă a NFR poate fi consecinţa unei creşteri economice sănătoase, dar şi efectul unei încetiniri a rotaţiei stocurilor şi creanţelor în raport cu cifra de afaceri. **Mărimea negativă** a NFR poate evidenţia fie un surplus de surse temporare ca urmare a accelerării rotaţiei activelor circulante, fie o întrerupere temporară a aprovizionărilor.

Analiza lichiditate-exigibilitate continuă cu abordarea comparativă a FR şi NFR. Diferenţa dintre FR şi NFR reprezintă trezoreria netă (TN):

$$TN = FR - NFR = (DPB + VMP) - CRT,$$

[7] Vintilă, G. – *op. cit.*, p. 43.

[8] Gearbă, R. (coord.) – *Management financiar*, Editura Rentrop & Straton, Bucureşti, 2001, cod broşură F63, p. 10.

unde:
DPB = disponibilități bănești
VMP = valori mobiliare de plasament
CRT = credite pe termen scurt

Existența unei trezorerii nete pozitive certifică o stare de echilibru financiar la nivelul întregii întreprinderi. Insistăm asupra faptului că obiectivul unui manager financiar nu poate fi asigurarea unei trezorerii nete cât mai mari, aceasta demonstrând incapacitatea de a identifica soluții viabile de valorificare a capitalurilor disponibile. O trezorerie netă negativă semnifică un deficit de trezorerie, o insuficiență a surselor permanente și a celor ciclice. Deficitul de trezorerie trebuie acoperit prin credite pe termen scurt, la cel mai mic cost de procurare.

Din analiza evoluției trezoreriei de la un exercițiu la altul, se desprinde un indicator cu o deosebită putere de analiză, denumit **flux net de trezorerie** (*cash-flow*). Variația trezoreriei nete se exprimă astfel:

$$\Delta TN = TN_1 - TN_0 = (FR_1 - NFR_1) - (FR_0 - NFR_0) =$$
$$= FR_1 - FR_0 - (NFR_1 - NFR_0) = \Delta FR - \Delta NFR$$

unde:
ΔTN = variația trezoreriei nete (*cash-flow*)
TN_1 = TN la sfârșitul exercițiului
TN_0 = TN la începutul exercițiului
FR_1 = FR la sfârșitul exercițiului
FR_0 = FR la începutul exercițiului
NFR_1 = NFR la sfârșitul exercițiului
NFR_0 = NFR la începutul exercițiului

Analiza indicatorilor FR, NFR, TN conduce la elaborarea a **trei politici de gestiune** a ciclului de exploatare, cu efecte directe asupra rentabilității și riscului:

1. politica ofensivă/agresivă/de atac (**FR < NFR**);
2. politica defensivă/de apărare (**FR > NFR**);
3. politica echilibrată/intermediară (**FR = NFR**).

1. Politica ofensivă este riscantă, fiind promovată de acei manageri care doresc **realizarea unei cifre de afaceri mari cu stocuri minime**. Aceștia sunt dispuși să accepte riscuri mari legate de lipsa de stoc, lipsa de lichidități și de insolvabilitate a întreprinderii. Ei mizează pe obținerea unei rentabilități mult mai ridicate ca urmare a accelerării vitezei de rotație și a creșterii gradului de lichiditate a activelor circulante.

Având în vedere că **FR < NFR**, finanțarea necesarului financiar al exploatării se bazează pe resurse ciclice posibil de mobilizat (datorii de exploatare, credite bancare pe termen scurt etc.), care în general au cele mai mici costuri de procurare; acestea prezintă o anumită nesiguranță în procesul reînnoirii lor, generată de riscul lipsei de capital și al creșterii ratei dobânzii.

2. Politica defensivă (de apărare) este practicată de conducătorii prudenți și își propune **realizarea unei cifre de afaceri mari cu stocuri și lichidități ridicate**. Conducătorii prudenți nu acceptă riscul rupturii de stoc curent, chiar cu prețul unei rentabilități mai scăzute. În consecință, pentru orice creștere a cifrei de afaceri, managerii

se preocupă şi de creşterea corespunzătoare a stocurilor care asigură continuitatea activităţii de exploatare (stocuri curente şi de siguranţă). Finanţarea necesarului financiar al exploatării se realizează în special din resurse permanente (fond de rulment) care au costuri de procurare mai mari, dar şi o acoperire suficientă împotriva riscului de reînnoire a creditelor şi a creşterii ratei dobânzii; altfel spus, deşi politica este costisitoare şi puţin rentabilă, este mai prudentă.

3. **Politica echilibrată** are un efect neutru, deoarece **armonizează contradicţia dintre rentabilitate şi risc.** Conform acestei politici, creşterea activităţii se realizează cu un stoc curent[9] corespunzător sporului cifrei de afaceri; la rândul său, stocul de siguranţă este determinat la nivel optim, adică la acel nivel în care există egalitate între costurile lipsei de stoc (rupturi de stoc) şi costurile excesive (peste necesităţile stricte ale exploatării).

Politica echilibrată este recomandată, deoarece menţine fondul de rulment la nivelul mediei fluctuaţiilor nevoii de fond de rulment. Totodată, această politică de echilibru între fondul de rulment şi nevoia de fond de rulment este şi cea care asigură cel mai bine realizarea obiectivelor financiare de rentabilitate şi lichiditate; astfel, creşte gradul de utilizare a disponibilităţilor băneşti proprii, diminuându-se aşa-numitele lichidităţi „leneşe", cu impact asupra sporirii capacităţii de plată a întreprinderii. Prin urmare, întreprinderea va recurge într-o proporţie mai redusă la credite pe termen scurt, având posibilitatea de a-şi utiliza mai bine propriile lichidităţi, consolidându-şi în acest mod **autonomia financiară.**

În fine, politica echilibrată contribuie la realizarea fondului de rulment optimal care menţine echilibrul financiar al întreprinderii la cel mai scăzut cost al procurării capitalurilor. Astfel, este probat un management financiar eficient rezultat al economiilor de cheltuieli înregistrate la nivelul întreprinderii.

O viziune de ansamblu asupra celor trei politici este prezentată în **Figura nr. 13.**

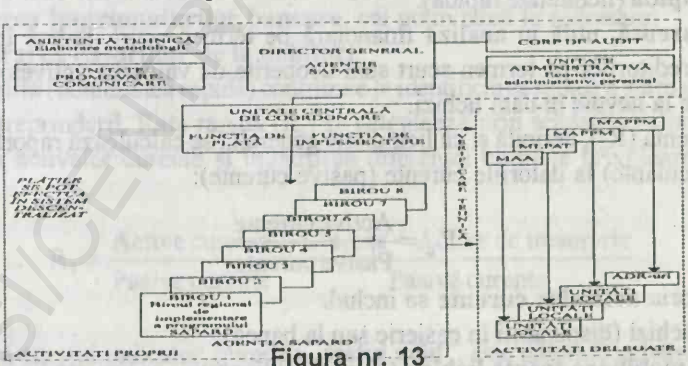


Figura nr. 13

Politici de asigurare şi menţinere a echilibrului financiar pe termen scurt

Sursa: Stancu, I., *Finanţe*, Editura Economică, Bucureşti, 2002, p. 790.

[9] Stocul curent reprezintă cantitatea de materii prime şi materiale necesară întreprinderii pentru asigurarea continuităţii procesului de producţie între două aprovizionări succesive. Stocul de siguranţă reprezintă cantitatea de materii prime şi materiale necesară pentru asigurarea continuităţii procesului de producţie în cazul eventualelor întreruperi în aprovizionare ca urmare a unor nereguli în procesul de producţie al furnizorilor sau la transportator.

B. Analiza ratelor financiare şi efectele sale

Aprofundarea studiului situaţiei financiare a întreprinderii se realizează prin analiza ratelor financiare, prin care se urmăresc aspecte diverse şi care are destinaţii precise. Această analiză arată în ce măsură firma îşi poate onora obligaţiile de plată, cât de mult se poate finanţa prin credite, cât de eficient sunt utilizate activele de care dispune şi, nu în ultimul rând, care este eficienţa echipei manageriale.

Informaţiile oferite prin ratele financiare pot fi folosite pentru a previziona câştigurile firmei. Dacă din punctul de vedere al unui investitor **previzionarea** este cel mai important aspect, pentru managerul general sau financiar al unei firme analiza documentelor financiare pe baza ratelor reprezintă punctul de plecare pentru planificarea acţiunilor viitoare.

Pentru ca analiza ratelor financiare să aibă cea mai mare eficienţă, se recomandă ca valorile obţinute de firma în cauză să fie comparate cu cele prevăzute în **acte normative**[10], dar şi cu cele publicate de Comisia Naţională pentru Statistică, ca medie pe anul precedent pentru acelaşi domeniu de activitate. Acest demers trebuie întreprins pentru a şti care este poziţia firmei analizate în raport cu media firmelor concurente.

Indicatorii sunt grupaţi pe patru categorii, pentru a veni în întâmpinarea obiectivelor menţionate anterior.

1. Rate financiare de analiză a capacităţii de plată

Majoritatea analiştilor financiari consideră că prima preocupare a unui manager este de a vedea dacă firma pe care o conduce poate să îşi onoreze obligaţiile de plată cu scadenţă în viitorul apropiat.

În acest scop se calculează **doi indicatori:**

- **rata curentă** (lichiditate curentă);
- **rata rapidă** (lichiditate rapidă).

Rata curentă, utilă în analiza financiară pe termen scurt, indică în ce măsură drepturile creditorilor pe termen scurt sunt acoperite de valoarea activelor care pot fi transformate la nevoie în bani lichizi.

Rata curentă (R_c), definită şi ca lichiditate generală, se calculează raportând activele curente (circulante) la datoriile curente (pasive curente):

$$R_c = \frac{\text{Active curente}}{\text{Pasive curente}}$$

În categoria **activelor curente** se includ:

- **banii lichizi** (disponibili în casierie sau la bancă);
- **valori mobiliare foarte lichide** (acţiuni, obligaţiuni, cecuri etc.);
- **efectele comerciale de primit** (datoriile clienţilor către firmă);

[10] Actuala reglementare constă în: Ordinul Ministerului Finanţelor nr. 616 pentru aprobarea Normelor metodologice privind întocmirea bugetului de venituri şi cheltuieli de către agenţii economici, Monitorul Oficial al României nr. 286/26.06.2000 şi Ordinul Ministrului Finanţelor Publice nr. 94/29.01.2001 pentru aprobarea Reglementărilor contabile armonizate cu Directiva a IV-a a Comunităţii Economice Europene şi cu standardele internaţionale de contabilitate, publicat în Monitorul Oficial nr. 85/20.02.2001.

• **stocurile.**

În categoria **pasivelor curente** se includ:

• **efectele comerciale de plată** (datoriile firmei către furnizori);

• **împrumuturile bancare pe termen scurt;**

• **partea din creditul pe termen lung a cărei scadenţă este în limita intervalului de timp luat în calcul;**

• **impozitele de plată;**

• **alte cheltuieli** (de regulă cele cu salariile).

Ca regulă generală, un nivel supraunitar al raportului ar semnala posibilitatea ca firma să-şi poată rambursa datoriile pe termen scurt pe baza valorificării activelor pe termen scurt (printr-un ciclu normal de activitate finalizat prin încasarea contravalorii produselor finite sau a mărfurilor). De aceea, indicatorul trebuie să înregistreze **valori**[11] **mai ridicate de 2-2,5.**

Raportarea activelor circulante la pasivele cu scadenţă sub un an poate da o imagine uşor alterată a capacităţii firmei de a nu intra într-o stare critică, de multe ori stocurile de produse finite fiind greu vandabile.

Totuşi, dacă pasivele curente cresc mai repede decât activele curente, rata curentă scade, ceea ce înseamnă apariţia unor probleme (întârzierea plăţii furnizorilor, întârzierea plăţii drepturilor salariale, acumularea de credite bancare). În această situaţie, se impune o analiză amănunţită a factorilor care au determinat scăderea lichidităţii şi luarea unor măsuri din timp, pentru a evita apariţia unor probleme negative în viitor, cum sunt:

• **creşterea şi diversificarea portofoliului** (numărului de clienţi), cu impact asupra creşterii vânzărilor;

• **scăderea datoriilor faţă de furnizori**, de preferinţă prin operaţiuni de compensare;

• **plata la timp a datoriilor către stat**, pentru evitarea penalităţilor;

• **reducerea împrumuturilor bancare**, cel puţin până la redresare;

• **recuperarea datoriilor de la debitori.**

Rata rapidă (lichiditatea rapidă) contribuie la identificarea rapidă a stării de lichiditate la nivelul întreprinderii. Rata rapidă (R_r) se calculează prin scăderea valorii stocurilor din valoarea activelor curente şi împărţirea diferenţei obţinute la valoarea pasivelor curente:

$$R_r = \frac{\text{Active curente}}{\text{Pasive curente}} = \frac{\text{Creanţe} + \text{Active de trezorerie}}{\text{Pasive curente}}$$

Relevanţa acestui indicator, numit şi **„testul acid"**, este datorată neluării în calcul a stocurilor care sunt cel mai puţin lichide dintre toate activele circulante, se vând cel mai

[11] Modul de apreciere a unei situaţii ca fiind favorabilă/nefavorabilă este subiectiv. De exemplu, în nota nr. 9 (exemple de calcul şi analiză a principalilor indicatori financiari) din Ordinul Ministrului Finanţelor Publice nr. 94/2001, valoarea recomandată ca acceptabilă este „în jurul valorii de 2", deşi se specifică faptul că indicatorul „oferă garanţia acoperirii datoriilor curente din activele curente". La rândul lor, băncile comerciale în ţara noastră acordă punctaj maxim (4 puncte) pentru o firmă a cărei lichiditate este cel puţin 1,6 şi care solicită un credit.

greu şi de cele mai multe ori sub valoarea lor reală. Or, firma trebuie să se asigure că poate face faţă plăţilor scadente pe termen scurt (datoriilor curente) numai pe seama **activelor uşor transformabile în lichidităţi**. Din această categorie fac parte **activele de trezorerie** şi **creanţele** care, în principiu, pot fi uşor scontate. Ca **valoare** recomandată pentru acest indicator se poate reţine **nivelul de 0,8**.

Practica demonstrează că nici rata rapidă nu oferă siguranţă întreprinderii, deoarece simpla existenţă a unor creanţe asupra unor clienţi nu este suficientă pentru acoperirea datoriilor scadente. Fenomenul existenţei creanţelor asupra unor parteneri de afaceri litigioşi sau rău-platnici reprezintă o realitate a multor economii, inclusiv a ţării noastre. Din acest motiv, pentru a avea o imagine mai concludentă asupra riscurilor de neplată, se poate calcula şi **lichiditatea la vedere**.

Lichiditatea la vedere se mai numeşte şi **lichiditate imediată** sau **rata „cash"** (R_{cash}) şi se determină astfel:

$$R_{cash} = \frac{\text{Active de trezorerie}}{\text{Datorii curente}} = \frac{\text{Disponibilităţi + Valori mobiliare de plasament}}{\text{Datorii curente}}$$

Având în vedere că datoriile curente, deşi plătibile pe termen scurt, nu au în totalitate o scadenţă imediată, se poate utiliza drept reper **nivelul de 0,2**, situarea indicatorului la un nivel inferior indicând un risc ridicat în ceea ce priveşte posibilitatea acoperirii datoriilor imediate. Acest lucru avertizează asupra apariţiei în curând a unor probleme financiare cum sunt: intrarea în incapacitate de plată, pierderea pieţei, posibile procese de executare silită solicitate de către furnizorii neplătiţi, blocarea conturilor bancare de către organele fiscale pentru neplata datoriilor către stat.

Pentru a evita apariţia unor asemenea probleme, se recomandă recurgerea la următoarele măsuri:

- crearea unor strategii de păstrare a clienţilor vechi şi de atragere a unor clienţi noi (oferirea de *discount*-uri clienţilor vechi, produse promoţionale pentru clienţii noi, campanii publicitare agresive, crearea unui departament special pentru relaţiile cu clienţii);
- reducerea imediată a datoriilor către furnizori şi către stat;
- reducerea nivelului finanţării activităţii curente pe baza creditelor bancare (reducerea nivelului împrumuturilor de la bănci).

2. Rate financiare de analiză a finanţării prin credite (gradul de îndatorare)

Măsura în care creditele sunt utilizate pentru finanţare are semnificaţii multiple. Prin utilizarea raţională a creditului se menţine controlul asupra întreprinderii şi sunt procurate resursele necesare pentru derularea afacerii. Creditorii vor să afle cu ce fonduri contribuie proprietarii firmei la afacere, pentru a şti cât de sigură este recuperarea creditului pe care îl vor acorda. **Interesul creditorilor** este, aşadar, să îşi recupereze fondurile împrumutate plus dobânda aferentă. **Interesul proprietarilor** firmei (acţionarii) este ca prin utilizarea fondurilor din credite să obţină un câştig suficient de mare pentru a plăti datoriile şi a rămâne cu profit corespunzător.

Pentru a afla cât de mult se poate finanța o întreprindere prin credite, se recomandă utilizarea a **două rate:**

- **rata îndatorării;**
- **rata de acoperire a dobânzilor.**

Rata îndatorării arată ce pondere dețin datoriile în totalul activelor; altfel spus, rata îndatorării arată cât la sută din totalul fondurilor de care dispune firma provine din credite.

Rata îndatorării (R_i) se exprimă astfel:

$$R_i = \frac{\text{Total datorii}}{\text{Total activ}} \times 100 = \frac{\text{Toral pasive curente} + \text{Împrumuturi pe termen mediu și lung}}{\text{Total activ}} \times 100$$

De obicei, creditorii preferă rate mici ale îndatorării, deoarece cu cât acest raport este mai mic, cu atât riscul unor eventuale pierderi în cazul unui faliment este mai mic. Proprietarii urmăresc de obicei o rată mai mare, pentru că doresc să-și dezvolte afacerea și în acest scop au nevoie să se împrumute. Totuși, o rată prea mare a îndatorării duce, de obicei, la apariția unor acțiuni speculative din partea proprietarilor afacerii. Deoarece fondurile pe care aceștia le-au investit sunt puține și limitate, tentația participării la unele acțiuni speculative este extrem de mare. Dacă reușesc, speculațiile aduc mari câștiguri acționarilor, însă în caz de eșec, cea mai mare parte din pierdere revine creditorilor.

Rata de acoperire a dobânzilor exprimă măsura în care veniturile pot scădea fără să apară probleme financiare pentru firmă (de tipul incapacității de a-și plăti dobânzile anuale). Indicatorul este important deoarece în situația în care firma nu își mai poate onora obligațiile anuale de plată a dobânzilor, ea va fi acționată în justiție de către creditori, acesta fiind totodată și primul pas către faliment.

Rata de acoperire a dobânzilor (R_{ad}) se determină prin raportarea valorii profiturilor firmei înainte de plata dobânzilor și impozitelor la valoarea cheltuielilor cu dobânda:

$$R_{ad} = \frac{\text{Profit brut} + \text{Cheltuieli cu dobânzile}}{\text{Cheltuieli cu dobânzi}} \times 100$$

Analiștii recomandă ca **valoarea indicatorului să nu scadă sub 2,** deoarece firma are o marjă mică de siguranță în acoperirea cheltuielilor cu dobânzile; orice nou împrumut contractat poate crea dificultăți firmei în viitor și de aceea nu mai trebuie să se recurgă la finanțarea activității prin credite.

3. Rate financiare de analiză a eficienței utilizării activelor

Gradul de eficiență cu care firma utilizează activele de care dispune trebuie să reprezinte o preocupare continuă a managerilor financiari, în vederea asigurării unui anumit echilibru între cifra de afaceri și activele firmei. Este un fapt dovedit că o cifră de afaceri mare nu este același lucru cu obținerea unui profit mare. Există o serie de active a căror valoare prea mare poate cauza, paradoxal, **multe probleme întreprinderii.**

De exemplu, chiar dacă o întreprindere are de primit bani de la clienţi şi în bilanţ acest lucru apare în activ, dacă clienţii nu plătesc la timp se poate ajunge rapid în starea de insolvenţă (nu există bani pentru plata furnizorilor, salariilor, obligaţiilor fiscale etc.). De asemenea, firma poate avea stocuri înregistrate în contabilitate la o anumită valoare, dar dacă ele sunt vechi sau depreciate, valoarea lor reală este mult mai mică.

Pentru a afla eficienţa cu care sunt utilizate activele, se pot folosi **trei indicatori:**

- **rata de rotaţie a stocurilor;**
- **durata medie de încasare a clienţilor;**
- **rata de utilizare a activelor fixe.**

Rata de rotaţie a stocurilor (R_{rs}) se calculează prin raportarea cifrei de afaceri la valoarea stocurilor:

$$R_{rs} = \frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{Valoarea stocurilor}}$$

Controlul valorii şi mărimii stocurilor este una dintre cheile succesului în afaceri în acest moment. Practic, o firmă nu poate lucra fără stocuri, dar în acelaşi timp prea multe stocuri pot duce la un blocaj financiar prin imobilizarea banilor cu care ele au fost cumpărate.

În calculul şi interpretarea rotaţiei stocurilor apar **trei probleme** de care ar trebui ca managerul financiar să ţină seama:

- cifra afacerilor se exprimă la preţul pieţei, în timp ce stocurile sunt luate în calcul la valoarea lor contabilă (valoarea de la data la care au fost achiziţionate);
- la evaluarea stocurilor se pot folosi mai multe metode (**FIFO – primul intrat, primul ieşit**, *first in, first out*; **LIFO – ultimul intrat, primul ieşit**, *last in, first out*), ceea ce poate duce la interpretări diferite;
- la calculul ratei se ţine seama de vânzările anuale, în timp ce stocurile se consideră la o anumită valoare.

Durata medie de încasare a clienţilor arată numărul de zile dintre momentul livrării mărfurilor, execuţiei lucrărilor, prestării serviciilor şi cel al încasării contravalorii acestora. Într-o manieră generală, acest indicator arată în câte zile o firmă primeşte banii pentru produsele vândute.

Durata medie de încasare a clienţilor se calculează în două etape:

1. Într-o primă etapă, cifra de afaceri anuală se împarte la 365 de zile, pentru a afla media vânzărilor zilnice.

$$\text{Vânzări zilnice} = \frac{\text{Cifra de afaceri}}{365}$$

2. În a doua etapă, valoarea efectelor comerciale de primit (clienţi) se împarte la media zilnică a vânzărilor pentru a afla numărul mediu de zile în care se încasează banii de la clienţi:

$$D_{mî} = \frac{\text{Clienţi}}{\text{Vânzări zilnice}}$$

unde:

$D_{mî}$ = durata medie de încasare a clienţilor

Acest indicator îl ajută pe managerul financiar să stabilească o strategie de lucru cu clienţii. Ca o măsură împotriva clienţilor rău-platnici, analiştii recomandă întreprinderii furnizoare să introducă în contract o clauză care să prevadă penalizările pe care clientul le va plăti în cazul neachitării la timp a facturilor (**% pe zi de întârziere**). De asemenea, contractul trebuie să prevadă data-limită până la care se poate plăti factura, după care furnizorul poate demara procedurile de recuperare a datoriei, inclusiv pe cale judiciară.

Rata de utilizare a activelor fixe (R_{ua}) măsoară eficienţa cu care firma utilizează maşinile şi echipamentele de care dispune. Ea se calculează prin raportarea cifrei de afaceri la valoarea netă a activelor fixe (valoarea totală a activelor din care se scade amortizarea).

$$R_{ua} = \frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{Valoarea netă a activelor fixe}}$$

Cu cât valoarea indicatorului este mai mare, se poate concluziona că activele fixe sunt utilizate într-o manieră eficientă; semnale de îngrijorare apar în momentul în care **valoarea ratei se apropie de 1.**

4. Rate financiare de analiză a eficienţei echipei manageriale

Obţinerea profitului este motivaţia oricărei afaceri şi rezultatul unui ansamblu de decizii strategice şi tactice ale managerilor. Pentru a măsura eficienţa cu care este condusă o afacere din punct de vedere al profitabilităţii, se folosesc **trei indicatori**:

- **rata profitului;**
- **rentabilitatea investiţiilor;**
- **rata rentabilităţii financiare.**

Rata profitului arată profitul obţinut la o unitate monetară din cifra de afaceri şi se calculează prin raportarea profitului net (după plata impozitelor) la cifra de afaceri, astfel:

$$R_p = \frac{\text{Profit net}}{\text{Cifra de afaceri}} \times 100$$

unde: R_p = rata profitului

Obţinerea unei rate cât mai mari a profitului trebuie să fie un obiectiv urmărit de orice manager de întreprindere. Rata profitului (de profitabilitate) arată care este rezultatul net al efectelor combinate ale lichidităţii, managementului activelor şi managementului datoriilor.

Rentabilitatea investiţiilor măsoară gradul de rentabilitate al întregului capital investit în firmă şi se calculează ca raport între profitul net şi valoarea totală a activelor, astfel:

$$R_i = \frac{\text{Profit net}}{\text{Total active}} \times 100$$

unde: R_i = rentabilitatea investiţiilor

Rata rentabilităţii financiare măsoară gradul de rentabilitate al investiţiei făcute de acţionari. Această rată este **cea mai interesantă pentru acţionarii unei firme,** arătându-se adevărata valoare a investiţiei făcute. Formula de calcul a ratei rentabilităţii financiare (R_f) este următoarea:

Pentru a avea o viziune de ansamblu asupra acestor rate care conturează totodată şi imaginea financiară a firmei, am realizat **Tabelul nr. 7.**

Obiectiv	Rate necesare	Formula de calcul	Media pe industrie
Analiza capacităţii firmei de a-şi onora obligaţiile de plată viitoare	Rata curentă	$\frac{\text{Active curente}}{\text{Pasive curente}}$	1,8
	Rata rapidă	$\frac{\text{Active curente} - \text{Stocuri}}{\text{Pasive curente}}$	0,8
	Rata cash	$\frac{\text{Active de trezorerie}}{\text{Datorii curente}}$	0,2
Analiza gradului de finanţare prin îndatorare	Rata îndatorării	$\frac{\text{Total datorii}}{\text{Total active}} \times 100$	68%
	Rata de acoperire a dobânzilor	$\frac{\text{Profit brut} + \text{Cheltuieli cu dobânzile}}{\text{Cheltuieli cu dobânzi}}$	2,4
Analiza eficienţei utilizării activelor	Rata de rotaţie a stocurilor	$\frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{Valoare stocuri}}$	8 rotaţii
	Durata medie de încasare a clienţilor	$\frac{\text{Clienţi}}{\text{Vânzări zilnice}}$	30 zile
	Rata de utilizare a activelor fixe	$\frac{\text{Cofra de afaceri}}{\text{Valoarea netă a activelor fixe}}$	7,5 rotaţii
Analiza eficienţei echipei manageriale	Rata profitului	$\frac{\text{Profit net}}{\text{Cifra de afaceri}} \times 100$	1,2%
	Rentabilitatea investiţiei	$\frac{\text{Profit net}}{\text{Total active}} \times 100$	13%
	Rata rentabilităţii financiare	$\frac{\text{Profit net}}{\text{Total capital propriu}} \times 100$	9,2%

Tabelul nr. 7
Tipologia ratelor financiare ale întreprinderii

3.2.3. Analiza funcţională a bilanţului

Prezentarea funcţională a bilanţului evidenţiază aspectele financiare, structurale şi legăturile cu gestiunea previzională, adaptându-se mai bine cerinţelor managerilor din întreprindere. Analiza funcţională impune, pe de o parte, **o nouă concepţie asupra întreprinderii**, iar pe de altă parte **un nou conţinut pentru analiza financiară**, deoarece răspunde altor criterii de judecată necesare procesului decizional. Mai mult, majoritatea specialiştilor consideră că cele mai importante corelaţii ce se pot desprinde din analiza pe baza bilanţului sunt cele oferite de **analiza funcţională, al cărei obiectiv prioritar îl reprezintă studiul impactului diferitelor operaţii ale întreprinderii asupra trezoreriei.**

Or, aşa cum s-a mai afirmat anterior, managerii sunt interesaţi ca în orice moment să dispună de lichidităţi pentru a-şi plăti la timp datoriile şi a evita slăbiciunile trezoreriei, care fac întreprinderea vulnerabilă şi o predispun la faliment. Aşadar, prin concepţia funcţională, întreprinderea este privită ca o entitate economico-financiară, asigurând în raport cu dezvoltarea sa anumite **funcţii** strâns corelate, cum ar fi:

- **funcţia de producţie**, constând în fabricarea bunurilor şi serviciilor destinate pieţei;
- **funcţia de investire şi dezinvestire**, concretizată în achiziţionarea, crearea şi cesiunea elementelor de activ imobilizat;
- **funcţia de finanţare**, urmărind stabilirea resurselor financiare necesare dezvoltării întreprinderii.

Răspunzând acestor funcţii, analiza funcţională presupune o grupare prealabilă a diferitelor operaţii realizate de întreprindere în raport cu natura, destinaţia sau funcţia lor, de unde şi originea expresiei „**analiză funcţională**". Funcţiile în cauză sunt reprezentate în **Figura nr. 14.**

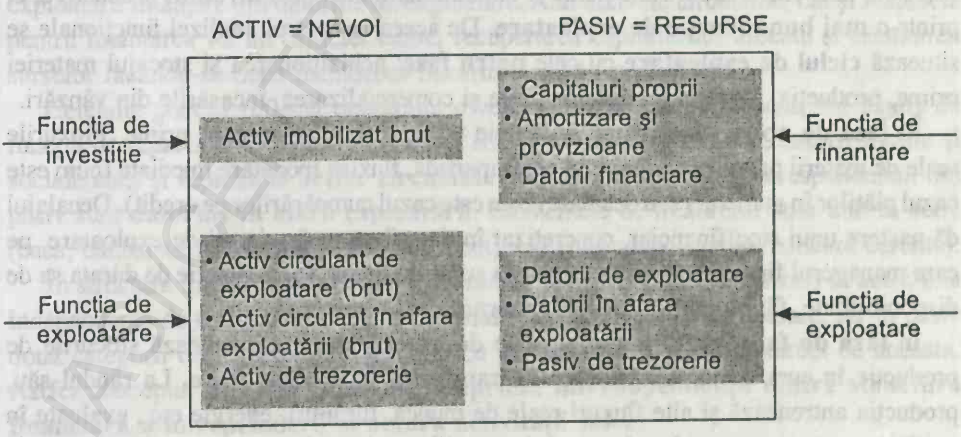


Figura nr. 14
Bilanţul funcţional

- **Funcţia de investiţie** grupează imobilizările necorporale, corporale şi financiare pe cele două categorii (de exploatare şi în afara exploatării), indiferent de durata lor de viaţă. **Imobilizările de exploatare** cuprind totalitatea imobilizărilor utilizate în exploatare,

cum sunt construcţii, maşini, utilaje etc. **Imobilizările în afara exploatării** includ terenuri, clădiri, anexe, participaţii, alte active financiare şi plasamente financiare.

Imobilizările regrupate prin funcţia de investiţie constituie **nevoi (alocări) stabile (aciclice)** care în mod necesar sunt finanţate din **resursele durabile (aciclice)** existente în pasivul bilanţului.

Spre deosebire de analiza lichidităţii, care reţine doar imobilizările cu **lichiditate mai mare de un an**, incluzând aici şi activele circulante cu aceeaşi durată (excluzând activele fictive), **optica funcţională răspunde viziunii prudente a întreprinderii de a-şi asigura resurse suficiente pentru finanţarea tuturor nevoilor**. Astfel, optica funcţională ia în considerare toate utilizările, inclusiv cheltuieli de înfiinţare, cheltuieli de repartizat pe mai multe exerciţii, diferenţe de conversie active.

Funcţia de investiţie stă la baza fundamentării deciziilor strategice de modernizare a echipamentelor, cât şi deciziilor de dezvoltare, **optând** între investiţiile productive şi participaţiile financiare. De cele mai multe ori, decizia financiară fundamentată pe baza funcţiei de investiţii reprezintă un arbitraj între rentabilitate şi lichiditate. Fără îndoială că este importantă existenţa unei trezorerii maxime, care ar asigura întreprinderii lichidităţi necesare pentru a profita de oportunităţile pieţei de capital. Însă o **întreprindere industrială**, de exemplu, **îşi va utiliza în primul rând lichidităţile pentru a produce bunuri şi servicii pe care le va livra clienţilor săi şi nu pentru a face speculaţii pe piaţa financiară**. Oricât de avantajoasă ar părea conjunctura, riscul de a accepta anumite oportunităţi în detrimentul investiţiilor productive poate fi mai mare.

Aşadar, decizia de finanţare va sprijini dezvoltarea investiţiilor productive, având ca efect creşterea rentabilităţii financiare (a capitalului propriu). Cu toate acestea, experienţa din ultimii ani a ţărilor cu economie de piaţă a demonstrat că o rentabilitate financiară sporită a unei firme industriale poate fi obţinută nu numai prin investiţii productive, ci printr-o **mai bună funcţie de exploatare**. De aceea în centrul analizei funcţionale se situează **ciclul de exploatare** cu cele **patru faze**: achiziţionarea şi stocajul materiei prime, producţia, stocajul produselor finite şi comercializarea, încasările din vânzări.

În **faza de aprovizionare** se constituie un stoc fizic de materii prime. Fluxurile reale de materii prime pot angaja, în contrapartidă, fluxuri monetare imediate (cum este cazul plăţilor în numerar) sau decalate (cum este cazul cumpărărilor pe credit). Decalajul dă naştere unui stoc financiar, concretizat în datorii către furnizorii de exploatare, pe care managerul financiar îl poate utiliza ca sursă de finanţare, în funcţie de durata sa de disponibilitate, fără a pune în pericol raporturile cu furnizorii.

În **faza de fabricaţie**, stocurile reale de materii prime alimentează stocurile de producţie în curs de fabricaţie, care se transformă în produse finite. La rândul său, producţia antrenează şi alte fluxuri reale de muncă, furnituri, energie etc., evaluate în unităţi monetare ce se adaugă costului materiilor prime. Aceste **„costuri adăugate"** generează fluxuri monetare de contrapartidă imediate sau decalate. Dacă durata creditului furnizor depăşeşte durata stocajului materiilor prime, atunci managerul financiar poate să finanţeze faza de producţie prin credit furnizor. De menţionat că fluxul de amortizare care face parte de asemenea din „costurile adăugate" este doar un consum economic; el nu provoacă nici o ieşire de fonduri, deci nici un flux monetar. La sfârşitul procesului

de producţie se constată un flux de produse finite, al cărui cuantum este reprezentat de ansamblul costurilor angajate în fabricaţie.

În **faza comercializării**, întreprinderea trebuie să finanţeze stocul de produse finite, angajând şi cheltuieli de comercializare până la vânzarea acestora. Fluxurile de vânzări îşi au originea în stocurile de produse finite destinate comercializării. Dacă vânzarea se face în numerar, fluxurile reale de ieşire sunt compensate imediat printr-un flux monetar de intrare. Dacă vânzarea se face pe credit, decalajul fluxurilor monetare dă naştere unui stoc financiar sub forma creanţelor asupra clienţilor. Acest stoc financiar poate fi considerat o **„rezervă de credit"** şi durata sa de indisponibilitate creează o nevoie de finanţare până în momentul încasării creanţei. Stingerea creanţelor reprezintă momentul trecerii către ultima fază a ciclului de exploatare.

În **faza de încasare** a creanţelor-clienţi, banca poate facilita finanţarea creditului clienţi, mobilizând sau răscumpărând creanţele asupra clienţilor (prin scontare, mobilizarea creanţelor comerciale etc.).

Fiecare stadiu al ciclului de exploatare este, de fapt, veriga unui lanţ funcţional propriu întregii organizări a întreprinderii, după cum se vede şi din **Figura nr. 15**. Cu toate acestea, în funcţie de natura activităţii sale economice, una sau două verigi ale acestui lanţ funcţional pot lipsi (cum este cazul întreprinderilor de comerţ şi servicii).

După cum se observă în **Figura nr. 15**, funcţionarea interconectată şi pe criterii de optimizare a fiecăreia din cele patru verigi ale ciclului de exploatare dezvoltă la nivelul întreprinderii o funcţie de exploatare (prezentată anterior şi în **Figura nr. 14**). Funcţiei de exploatare îi corespund fluxurile de aprovizionare, producţie şi vânzări, generatoare de stocuri reale şi financiare care se reînnoiesc cu o anumită regularitate. Posturile de activ legate direct de operaţiile ciclului de exploatare constituie active circulante de exploatare finanţate din datoriile de exploatare. Atât activele circulante, cât şi resursele pentru finanţarea lor au caracter ciclic, recuperarea capitalurilor alocate şi reînnoirea surselor făcându-se după închiderea fiecărui ciclu de exploatare.

Celelalte posturi reflectă operaţiuni diverse (creanţe diverse, operaţiuni legate de funcţia de repartiţie a veniturilor, capital social subscris şi nevărsat, datorii fiscale şi sociale etc.) şi reprezintă **active circulante în afara exploatării**; corespondentul din pasiv sunt **datoriile în afara exploatării**. Elementele de trezorerie apar atât în activ (casa, banca, valori mobiliare de plasament), cât şi în pasiv (credite bancare curente).

În structura funcţională, bilanţul evidenţiază două categorii de utilizări în activ, una independentă de ciclul de producţie şi cealaltă legată direct de exploatare, iar în pasiv două categorii de resurse, fără legătură cu exploatarea şi generate direct de aceasta. Astfel conceput, **bilanţul funcţional exprimă interdependenţa dintre structura financiară a întreprinderii şi natura activităţii sale.**

În concluzie, analiza funcţională a bilanţului este importantă pentru managerul financiar, deoarece delimitează activitatea de exploatare de cea în afara exploatării.

În acest demers, este fundamentală definirea clară a activităţii de bază a firmei. Ceea ce constituie activitate de bază, de exploatare, conform obiectului principal de activitate, pentru o anumită firmă poate constitui o activitate conexă, fără o relevanţă deosebită, pentru o alta. **De exemplu, o cantină (restaurant) situată în cadrul unei uzine nu**

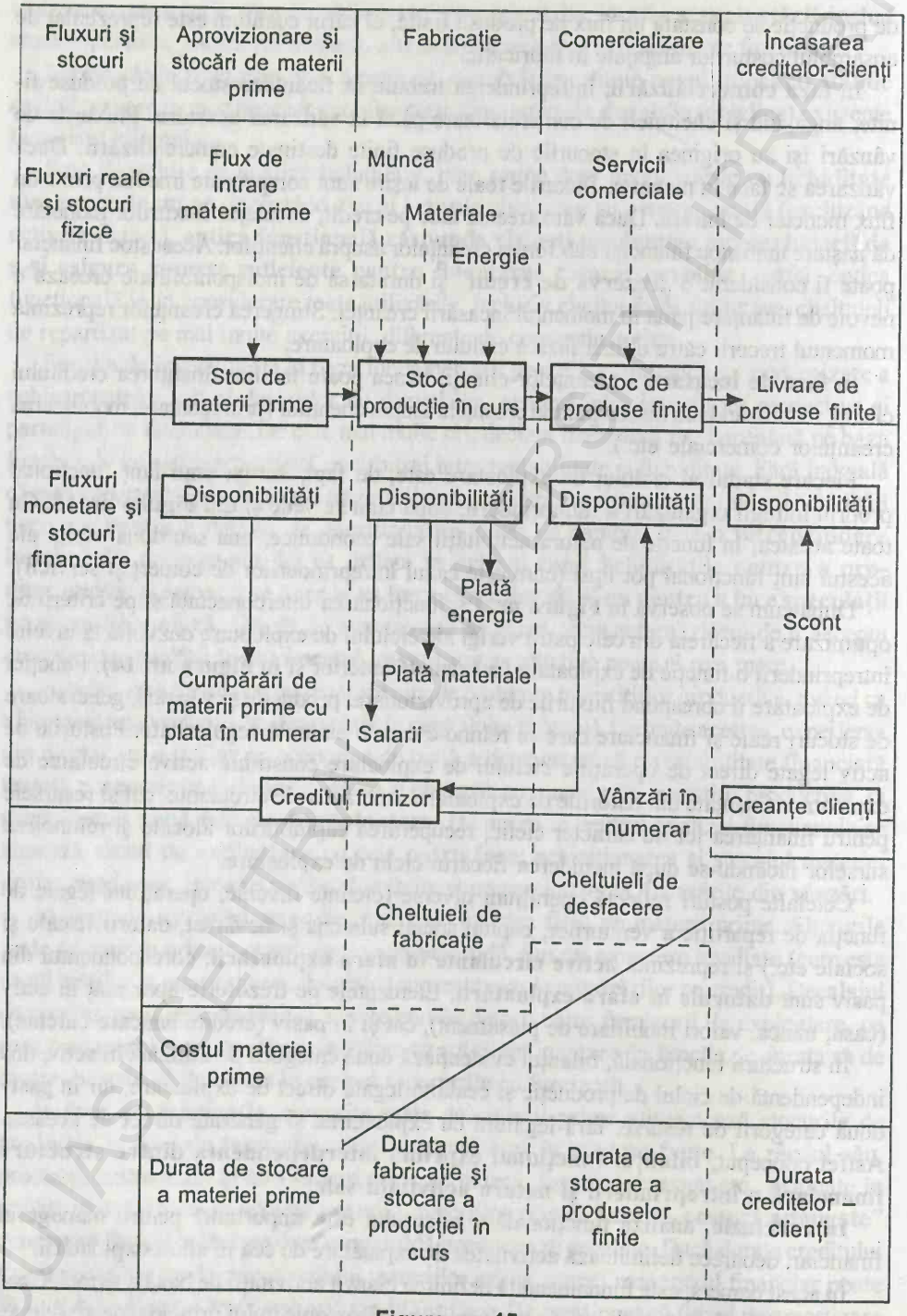


Figura nr. 15
Conţinutul ciclului de exploatare

Sursa: Vintilă, G., *op. cit.*, p. 58.

va putea fi considerată drept element al activității de exploatare, deși se identifică cu o unitate de profil ce acționează independent.

Definirea obiectului principal de activitate reprezintă o etapă obligatorie în procesul analizei funcționale, dar în același timp poate să reprezinte și un pas spre orientarea generală a firmei într-o anumită direcție. **De exemplu**[12], **să presupunem că o firmă are drept obiect principal de activitate, conform statutului, proiectarea în domeniul construcțiilor. Însă acest obiect de activitate a generat în ultimii ani pierderi. Pentru a ieși din această situație de criză, managerul firmei a reușit închirierea a 80% din sediul firmei unor companii interesate, în schimbul încasării unei chirii negociate în prealabil. Cuantumul chiriei totale a permis plata tuturor cheltuielilor și, în plus, obținerea unui profit satisfăcător. În mod firesc, apare întrebarea următoare: care este activitatea de exploatare a firmei, proiectarea sau închirierea?**

Răspunsul depinde de strategia viitoare a firmei care se va elabora. Astfel, dacă se optează pentru menținerea obiectului actual de activitate, trebuie identificate mijloace de rentabilizare a acestuia, întrucât închirierea nu este considerată de bază, ci doar un mijloc de sporire a veniturilor. În cazul în care se consideră că proiectarea în domeniul construcțiilor nu mai poate constitui un sector viabil pentru firma în cauză, este necesară renunțarea la acest tip de activitate, dar se impune adoptarea de decizii de restructurare, inclusiv prin recalificări sau concedieri.

În principiu, orice persoană care poate avea acces la informațiile legate de gestiunea internă a unei firme va putea identifica ușor care dintre stocurile, creanțele și datoriile unei firme pot fi considerate de exploatare și care nu. Din păcate, aceste elemente nu se pot constata atât de ușor din analiza datelor oferite de documentele financiar-contabile. De exemplu, nu se poate identifica întotdeauna la capitalul „stocuri" care dintre acestea sunt legate direct de activitatea de bază a firmei și care nu.

Analiza funcțională pune accentul pe **doi indicatori** întâlniți și la analiza bilanțului financiar, dar care în actualul context sunt studiați de pe alte poziții; este vorba de:

- **necesarul de fond de rulment** (NFR) care are două componente: **necesarul de fond de rulment de exploatare (NFRE)** și **necesarul de fond de rulment în afara exploatării (NFRAE);**
- **fondul de rulment funcțional** (FRF), după denumirea tipului de analiză aplicat.

Determinarea succintă a acestor indicatori pune în evidență echilibrele funcționale la nivelul întreprinderii, după cum urmează:

$$NFR = NFRE + NFRAE$$

NFRE = Active de exploatare – Pasive de exploatare = (Stocuri legate de exploatare + Creanțe de exploatare) – Datorii de exploatare

NFRAE = Active din afara exploatării – Pasive din afara exploatării = (Stocuri în afara exploatării + Creanțe din afara exploatării) – Datorii din afara exploatării

[12] Dragotă, V. ș.a. – *op. cit.*, p. 156.

NFR este principala componentă a echilibrului funcțional, a cărei mărime este dependentă, în mod direct proporțional, de evoluția cifrei de afaceri și poate fi previzionată în funcție de politica viitoare a conducerii întreprinderii privind vânzările. Componentele NFR sunt legate de activitatea curentă, în special de cea de exploatare; totodată, viteza de rotație a acestor componente influențează mărimea NFR. **De exemplu, o întreprindere care ar vinde mărfurile imediat după aprovizionare, fără a obține credite de la furnizorii săi și fără să acorde credite clienților și care nu înregistrează stocuri, nu are necesar de fond de rulment de exploatare (NFRE = 0).**

Totodată, NFRE poate fi analizat și în funcție de **domeniul**[13] în care își desfășoară activitatea firma analizată, **de exemplu:**

- firmele din industrie înregistrează, în general, un NFRE pozitiv, în timp ce la firmele din comerțul *en detail* NFRE este negativ (acesta constituind o resursă de finanțare pe termen scurt, dar este degajat într-un mod permanent, din care se pot finanța imobilizările);
- un NFRE de mari dimensiuni se înregistrează în sectoarele de activitate cu ciclu lung de fabricație;
- un NFRE de mici dimensiuni se înregistrează în sectoarele de activitate cu cicluri scurte de fabricație;
- firmele din comerțul *en gros* înregistrează un nivel ridicat al NFRE față de firmele *en detail*;
- firmele mici prezintă, de obicei, niveluri ale NFRE mai importante decât cele mari (se poate da **ca exemplu situația unor mici *boutique*-uri față de cea a unor mari magazine, care înregistrează de cele mai multe ori niveluri negative ale indicatorului**).

La rândul său, **necesarul de fond de rulment din afara exploatării** (NFRAE) poate fi un **„consumator"** de resurse de finanțare (dacă NFRAE > 0) sau **un mijloc de finanțare** (dacă NFRAE < 0). Dacă NFRAE este pozitiv, atunci managerul financiar trebuie să identifice resurse de finanțare suplimentare pentru a finanța o serie de activități, fără legătură directă cu specificul firmei.

Pe de altă parte, atragerea unor resurse de finanțare suplimentare, la un cost zero (datoriile luate în calculul NFRAE și NFRE sunt caracterizate printr-un cost nul), poate fi o soluție de realizare a echilibrului financiar. **Asemenea exemple sunt decontările cu acționarii sau cu bugetul statului.** Astfel, dividendele cuvenite acționarilor pot fi plătite cu oarecare întârziere, în condițiile în care situația financiară la momentul respectiv o solicită și nu apar efecte nefaste privind încrederea acestora în performanțele reale ale firmei.

Anumite firme din România au practicat sistemul finanțării activităților de exploatare pe seama neplății (sau măcar a întârzierii momentului de plăți) datoriilor față de bugetul statului. Acest comportament a fost susținut într-o oarecare măsură de statul român, care a permis funcționarea acestui sistem, prin absența unor măsuri cum ar fi blocarea conturilor la bancă, iar în final prin acceptarea reeșalonărilor sau chiar a anulării acestor datorii. Deși există un cost pentru această resursă de finanțare (penalizări de întârziere),

[13] Dragotă, V. – *op.cit.*, p. 157.

apelul la această tehnică de finanțare poate fi mai atractiv decât contractarea de împrumuturi pe piața bancară sau emisiunea de acțiuni, managerul fiind înclinat să opteze pentru resursa cea mai ieftină.

Având în vedere că **NFR (NFRE + NFRAE)** constituie un necesar de finanțare, el poate fi asigurat pe seama fondului de rulment. În terminologia analizei funcționale, acest indicator se numește **fond de rulment funcțional (FRF)** sau **fond de rulment net global (FRNG)** și se determină astfel:

FRNG = Resurse stabile – Utilizări stabile = Capital permanent – Active imobilizate

Așadar, **FRNG** este excedentul de resurse durabile constatate după finanțarea utilizărilor stabile. El reprezintă capitalurile permanente care rămân la dispoziția întreprinderii pentru a sprijini funcționarea exploatării.

Cât timp FRNG este superior NFRE, se poate considera că firma se află într-o stare normală de echilibru financiar.

Dacă FRNG este negativ, înseamnă fie că întreprinderea nu are capacitatea de a-și finanța ciclul de exploatare, fie că ciclul de exploatare este cel care finanțează alocările stabile. Este de menționat faptul că finanțarea unei alocări stabile printr-o resursă ciclică generează grave probleme de finanțare atunci când activitatea este în scădere și încalcă regulile echilibrului financiar de care managerul ar trebui să țină cont.

În final, pentru evidențierea stării de echilibru funcțional la nivelul firmei, se poate calcula **trezoreria netă** (TN) ca diferență între fondul de rulment net global și necesarul de fond de rulment:

$$TN = FRNG - NFR \Rightarrow NFR + TN = FRNG$$

Totodată, trezoreria netă reprezintă ansamblul disponibilităților rămase după ce se scad creditele de trezorerie:

Trezorerie netă = Disponibilități – Credite de trezorerie

Trezoreria se explică prin decalajul dintre FRNG și NFR. Un FRNG superior NFR va conduce la o trezorerie pozitivă, după cum un FRNG inferior NFR va genera o trezorerie negativă.

În **optica analizei funcționale**, întreprinderea este vulnerabilă dacă recurge în cea mai mare parte la finanțări prin credite bancare pe termen scurt. În acest sens, pot fi prezentate câteva **scenarii**[14] care conduc la degradarea echilibrului funcțional și reprezintă semnale de alarmă pentru managerii financiari:

- **creșterea foarte rapidă și necontrolată a cifrei de afaceri.** Întreprinderea cunoaște o creștere a nevoii de fond de rulment paralelă cu cea a cifrei de afaceri. Cum fondul de rulment crește mai lent decât nevoia de fond de rulment, apare automat o criză de trezorerie;
- **creșterea insuficientă a cifrei de afaceri.** În decursul mai multor exerciții financiare, întreprinderea beneficiază de o trezorerie satisfăcătoare. Ca reacție la creșterea

[14] Vintilă, G. – *op. cit.*, p. 68.

insuficientă a cifrei de afaceri, întreprinderea acceptă condiții noi de reglementare față de proprii clienți, care se concretizează în creșterea creanțelor sale. Aceasta antrenează o sporire bruscă a nevoii de fond de rulment care are ca efect degradarea situației trezoreriei;

- **întârzierea executării investițiilor.** Deși întreprinderea beneficiază de o structură financiară echilibrată, nu promovează o politică de investiții care să-i mențină rata de creștere. Datorită evoluției slabe a cifrei de afaceri, ea decide să recupereze întârzierile intervenite în nivelul investițiilor. Va avea loc, cu această ocazie, o scădere accentuată a fondului de rulment net global care va antrena o trezorerie netă negativă;
- **acumularea pierderilor.** Pierderile acumulate din mai multe exerciții diminuează în mod regulat fondul de rulment funcțional, antrenând o trezorerie netă negativă;
- **paradoxul reducerii activității.** Cifra de afaceri scade în mod regulat. Scăderea cifrei de afaceri antrenează o diminuare a creanțelor de exploatare și uneori chiar a stocurilor, reducând astfel nevoia de fond de rulment. Va rezulta o ameliorare temporară a trezoreriei. Însă scăderea rezultatelor antrenează o diminuare a fondului de rulment funcțional care va avea ca efect tot o trezorerie negativă.

Indiferent de scenariile expuse, este nevoie de realizarea echilibrului funcțional care, pentru managerul financiar, înseamnă alegerea celei mai potrivite strategii de finanțare a nevoii de fond de rulment; se poate opta fie pentru finanțarea integrală cu fonduri permanente (care presupune o lipsă de flexibilitate), fie pentru finanțare parțială cu fonduri permanente și în completare, cu resurse de scurtă durată. Se poate afirma că există o parte stabilă (structurală) a necesarului de fond de rulment care, în principiu, trebuie să fie finanțată de fondurile permanente și o parte fluctuantă (conjuncturală) care poate fi finanțată de capitaluri provizorii (credite pe termen scurt).

Managerul financiar va alege strategia optimă de finanțare care asigură cel mai scăzut cost al procurării capitalului.

3.3. Analiza stării de performanță financiară a întreprinderii și impactul său

Fundamentarea deciziilor financiare în vederea optimizării constituirii și utilizării resurselor necesită ca demersul analizei financiare să fie îndreptat nu numai către modalitățile de realizare a echilibrului financiar, ci și spre urmărirea treptelor de acumulare bănească. Astfel se justifică analiza stării de performanță financiară a întreprinderii care se derulează pe baza **contului de rezultate.** Contul de rezultate (**profit și pierderi**) sintetizează rezultatul fluxurilor economico-financiare de intrare, de prelucrare și de ieșire pe perioada considerată. Din acest motiv, analiza performanțelor financiare efectuată pe baza contului de profit și pierderi se mai numește și **analiza rezultatelor întreprinderii.**

Acest tip de analiză financiară are **două componente** majore: **soldurile intermediare de gestiune (SIG)** și **capacitatea de autofinanțare,** de real interes pentru managerii financiari. Astfel, indicatorii cunoscuți sub denumirea de solduri intermediare de gestiune sunt utilizați efectiv de managerii financiari la întocmirea unor documente financiare de

analiză şi previziune şi s-au transformat în veritabile instrumente de management financiar, în contextul problemelor legate de asigurarea lichidităţii anumitor firme româneşti. La rândul său, analiza capacităţii de autofinanţare îl ajută pe managerul financiar să aprecieze independenţa financiară a firmei şi să afle dacă poate finanţa prin efort propriu investiţiile viitoare.

Analiza soldurilor intermediare de gestiune şi a capacităţii de autofinanţare fac în continuare obiectul detalierii.

3.3.1. Analiza soldurilor intermediare de gestiune

Structura contului de profit şi pierdere pe cele **trei tipuri de activităţi (de exploatare, financiară, extraordinară**[15]) permite aprecierea performanţelor întreprinderii evaluate prin soldurile intermediare de gestiune. Utilizarea soldurilor intermediare de gestiune se înscrie în practica financiară recentă a Uniunii Europene. În unele ţări europene, stabilirea soldurilor intermediare de gestiune este obligatorie.

În România nu se prevede obligativitatea întocmirii unui document care să redea soldurile intermediare de gestiune şi nici nu există la dispoziţia întreprinderilor o astfel de opţiune. Totuşi, **structura**[16] actuală a contului de rezultate, acceptată în ţara noastră, permite întocmirea soldurilor intermediare de gestiune, răspunzând nevoilor întreprinderii în analiza performanţelor economico-financiare; unii dintre aceşti indicatori sunt utilizaţi la întocmirea unor documente financiare, din categoria cărora se detaşează **situaţia fluxurilor monetare degajate de firmă.**

Soldurile intermediare de gestiune (SIG) reprezintă, în fapt, palierele succesive în formarea rezultatului final. Construcţia indicatorilor se realizează în cascadă, pornind de la cel mai cuprinzător (producţia exerciţiului + marja comercială) şi încheind cu cel mai sintetic (rezultatul net al exerciţiului).

Tabloul SIG cuprinde următorii indicatori: **marja comercială, producţia exerciţiului, valoarea adăugată, excedentul brut** (sau insuficienţa brută) **de exploatare, rezultatul exploatării** (profit sau pierdere), **rezultatul curent** (profit sau pierdere), **rezultatul net al exerciţiului** (profit net sau pierdere). Informaţiile necesare construirii acestui tablou provin din contul de rezultate, prezentate schematic **în Figura nr. 16.**

---

[15] Conform OMFP nr. 94/2001, în structura contului de rezultate au avut loc câteva reîncadrări ale unor elemente de venituri şi cheltuieli. Veniturile şi cheltuielile excepţionale se regăsesc în noua raportare la rubricile „Alte venituri din exploatare", respectiv „Alte cheltuieli din exploatare". Locul lor este luat de veniturile şi cheltuielile extraordinare, acestea reprezentând venituri şi cheltuieli care nu provin din activităţile curente ale întreprinderii şi, ca urmare, nu apar frecvent sau cu regularitate (de exemplu, cheltuielile privind calamităţile, respectiv veniturile din subvenţii pentru evenimente extraordinare şi altele similare).

[16] Ordin al Ministrului Finanţelor Publice nr. 94/2001 pentru aprobarea reglementărilor contabile armonizate cu Directiva a IV-a a Comunităţii Economice Europene şi cu standardele internaţionale de contabilitate, publicate în Monitorul Oficial nr. 85/20.02.2001.

CHELTUIELI	VENITURI
(-) Consumuri externe (de la terţi) (-) Variaţia stocurilor materiale	(+) Vânzări (cifra de afaceri) la preţ de facturare, fără TVA (±) Producţia stocată (variaţia stocurilor), la cost complet (+) Producţia imobilizată, la cost de producţie (+) Subvenţii de exploatare (+) Reluări asupra provizioanelor (+) Alte venituri din exploatare (+) Venituri financiare (+) Venituri extraordinare
1 (=) VALOAREA ADĂUGATĂ	
(-) Salarii şi alte cheltuieli sociale (-) Impozite, taxe, vărsăminte	
2 (=) EBE	
(-) Amortizări şi provizioane calculate (-) Alte cheltuieli de exploatare	
3 (=) Profitul din exploatare	
(-) Cheltuieli financiare	
4 (=) Profit curent	
(-) Cheltuieli extraordinare (-) Participarea salariaţilor la profit (-) Impozit pe profit	
5 (=) Profit net	

Figura nr. 16
Structura simplificată a contului de profit şi pierdere

După cum se observă în **Figura nr. 16**, soldurile intermediare de gestiune propriu-zise sunt cinci şi anume: **valoarea adăugată, excedentul brut de exploatare** (EBE), **profitul din exploatare, profitul curent** şi **profitul net**. Însă în determinarea valorii adăugate intră **doi indicatori** importanţi: marja comercială şi producţia exerciţiului.

Marja comercială (adaosul comercial) reprezintă excedentul vânzărilor de mărfuri faţă de costul de cumpărare al acestora, astfel:

Marja comercială = Venituri din vânzarea mărfurilor – Costul mărfurilor vândute

Marja comercială vizează, în exclusivitate, întreprinderile comerciale sau numai activitatea comercială[17] a întreprinderilor cu activitate mixtă (industrială şi comercială). Ea reprezintă principalul indicator de apreciere a performanţelor unei activităţi comerciale. Marja comercială raportată la veniturile din vânzarea mărfurilor reprezintă practic adaosul comercial practicat de firmă. În aceste condiţii, se poate identifica politica practicată de firmă: preţuri mari-rulaj scăzut (încet) sau preţuri mici-viteză mare de rotaţie a mărfurilor.

Dacă cifra de afaceri este un indicator de volum al activităţii, atunci mărimea adaosului comercial generat de cifra de afaceri este indicatorul indispensabil în aprecierea gestiunii unei întreprinderi comerciale. Practica a demonstrat că două întreprinderi cu activitate comercială pot realiza, cu aceeaşi cifră de afaceri, marje comerciale diferite. Mărimea marjei comerciale este un element care trebuie apreciat în funcţie de tipul politicii de vânzare promovată de întreprindere. De exemplu, marjele comerciale ridicare corespund, în general, întreprinderilor specializate în comerţ de lux sau comerţ tradiţional care asigură şi service după vânzare. Dimpotrivă, întreprinderile care dispun de suprafeţe

[17] Activitatea comercială presupune cumpărarea şi revinderea mărfurilor, acestea fiind considerate bunuri cumpărate pentru a fi revândute în aceeaşi stare.

comerciale mari şi practică metode de vânzare prin autoservire vor înregistra marje comerciale mai reduse.

Producţia exerciţiului este specifică activităţii industriale şi include valoarea bunurilor şi serviciilor „fabricate" de întreprindere pentru a fi vândute, stocate sau utilizate pentru nevoile proprii. Drept urmare, producţia exerciţiului va include trei elemente: **producţia vândută, producţia stocată şi producţia imobilizată.**

Producţia exerciţiului se diferenţiază de cifra de afaceri. Astfel, la întreprinderile cu activitate mixtă, cifra de afaceri evidenţiază vânzările de mărfuri şi producţia vândută, în timp ce la întreprinderile industriale cifra de afaceri reflectă doar producţia vândută. Cifra de afaceri poate să genereze o imagine deformată asupra întreprinderii, deoarece ignoră anumite aspecte esenţiale privind activitatea acesteia. Se pot remarca decalajele între momentul fabricării şi cel al facturării, care antrenează variaţia stocurilor, precum şi producţia imobilizată care uneori poate înregistra valori semnificative.

Din acest motiv, producţia exerciţiului este un indicator mai util pentru manageri, deoarece oferă o imagine mai fidelă a activităţii reale a întreprinderii pe durata perioadei de gestiune. Are, însă, o anumită doză de ambiguitate, deoarece este constituită din elemente eterogene, unele fiind evaluate la preţ de vânzare (cum este cazul producţiei vândute), iar altele la cost de producţie (producţia stocată şi producţia imobilizată). În plus, nivelul rezultatelor se poate modifica în funcţie de metoda reţinută pentru evaluarea stocurilor. Datorită acestui fapt, valoarea producţiei exerciţiului nu poate să reflecte o realitate financiară.

Prin urmare, **valoarea adăugată** este primul sold intermediar de gestiune. Ea exprimă creşterea de valoare rezultată din utilizarea factorilor de producţie, îndeosebi a forţei de muncă şi capitalului, peste valoarea bunurilor şi serviciilor provenind de la terţi, în cadrul activităţii curente a întreprinderii. Valoarea adăugată se calculează pornind de la producţia exerciţiului majorată cu marja comercială şi diminuată cu consumurile de bunuri şi servicii furnizate de terţi pentru această producţie:

$$\text{Valoarea adăugată} = \text{Producţia exerciţiului} + \text{Marja comercială} - \text{Consumuri de la terţi} =$$

$$= \text{Marja comercială} + \left(\text{Producţia vândută} + \text{Venituri din producţia stocată} + \text{Venituri producţia imobiliz}\right) -$$

$$- \left(\text{Cheltuieli cu materii prime} + \text{Cheltuieli cu materiale consumabile} + \text{Cheltuieli cu energie şi apă} + \text{Cheltuieli cu luc şi servicii execu de terţi}\right)$$

Valoarea adăugată prezintă o semnificaţie deosebită în perspectiva distribuirii veniturilor. Ea reprezintă sursa de acumulări băneşti pe care întreprinderea o poate utiliza pentru remunerarea participanţilor direcţi şi indirecţi la activitatea sa economică: salariaţi, creditori, acţionari, întreprindere. Fluxurile prin care sunt remuneraţi aceşti

parteneri ai întreprinderii (*stakeholders*) şi care se deduc treptat din valoarea adăugată sunt următoarele:

- **cheltuielile de personal**, ce asigură remunerarea salariaţilor implicaţi în desfăşurarea procesului de producţie;
- **impozitele şi taxele cuvenite statului** în conformitate cu reglementările politicii fiscal-bugetare;
- **amortizarea**, o cheltuială calculată de întreprindere în scopul asigurării resurselor financiare destinate reînnoirii capacităţilor actuale de producţie;
- **cheltuieli financiare**, reprezentând dobânzile ce revin creditorilor pentru creditele pe care aceştia le acordă în scopul finanţării afacerii;
- **profitul net** (nerepartizat sau distribuit ca dividende), prin care se remunerează proprietarii întreprinderii pentru capitalurile pe care aceştia le-au avansat în afacere.

Prin **raportarea mărimii** acestor fluxuri la valoarea adăugată, din care au fost repartizate, se obţin procente pentru fiecare destinaţie. **Evoluţia în timp** a acestor procente sau **compararea** lor cu cele specifice altor firme din acelaşi sector de activitate reflectă, pentru întreprinderea analizată, caracteristicile politicii sale privind remunerarea celor implicaţi în desfăşurarea propriei activităţi. Acest tip de analiză va scoate în evidenţă cât şi în ce mod este repartizată valoarea creată de întreprindere către stakeholderi. Fluctuaţiile înregistrate la nivelul procentelor de repartiţie au ca factori determinanţi **evoluţia sortimentelor de produse realizate, tehnologiilor, volumului de producţie, productivităţii şi a preţurilor.** Aceste evoluţii vor induce schimbări la nivelul ponderilor alocate din valoarea adăugată.

În mod normal, nivelul alocărilor ar trebui corelat cu gradul de eficienţă, respectiv cu politica de finanţare adoptată de întreprindere. Astfel, un grad ridicat de finanţare a întreprinderii prin credite va implica în mod direct creşterea ponderii din valoarea adăugată creată, distribuită creditorilor. De asemenea, o pondere ridicată a dividendelor acordate acţionarilor va fi consecinţa unei politici de cointeresare a acestora, pentru a nu-şi vinde acţiunile. În ceea ce priveşte procentele din valoarea adăugată alocate salariaţilor, acestea ar trebui corelate cu productivitatea muncii acestora.

Managerul financiar poate desprinde concluzii importante privind repartiţia valorii adăugate, făcând următoarele calcule:

$$\frac{\text{Cheltuieli cu personalul}}{\text{Valoare adăugată}} \quad (1)$$

$$\frac{\text{Valoare adăugată}}{\text{Număr salariaţi}} \quad (2)$$

$$\frac{\text{Valoare adăugată}}{\text{Imobilizări brute}} \quad (3)$$

$$\frac{\text{Valoare adăugată}}{\text{Producţie}} \quad (4)$$

Primul raport indică ponderea din valoarea adăugată distribuită salariaților, **al doilea** arată nivelul productivității/salariat, iar **al treilea** nivelul productivității unei unități de capital (imobilizări) folosite în exploatare. În condițiile în care rezultatul raportului prezentat în relația (1) este mare, rezultatul raportului din relația (2) este redus, se poate afirma că managementul întreprinderii se confruntă cu o problemă privind remunerarea factorilor de producție. Astfel, are loc un transfer de valoare de la **factorul de producție capital** către **factorul de producție muncă**, alterând capacitatea întreprinderii de a reînnoi și dezvolta dotările sale materiale.

Cel de-al patrulea raport măsoară gradul de integrare[18] a întreprinderii. Astfel, cu cât rezultatul raportului este mai mare, cu atât mai mult întreprinderea este integrată. Aceasta înseamnă că își asigură prin efort propriu un număr mare de faze de fabricație, mergând de la aprovizionare până la elaborarea de produse finite, fără a recurge la serviciile altor întreprinderi. Pe de altă parte, o creștere a gradului de integrare va determina și o sporire a necesarului de fond de rulment de exploatare, pentru care managerul financiar va trebui să caute surse de finanțare.

Din punct de vedere al managementului financiar, noțiunea de valoare adăugată trebuie utilizată cu prudență. Sporirea valorii adăugate nu este neapărat un semn de prosperitate pentru întreprindere, dacă se realizează pe fondul deteriorării performanțelor comerciale și înrăutățirii trezoreriei. De asemenea, creșterea valorii adăugate mai poate fi rezultatul creșterii stocurilor de produse finite fabricate la un nivel ridicat al costurilor, pe care piața va fi incapabilă să le absoarbă, prin practicarea unor prețuri mari.

⇨ **Al doilea sold intermediar** de gestiune îl reprezintă **excedentul brut al exploatării** (EBE) sau, după caz, **insuficiența brută de exploatare** (IBE). EBE se stabilește ca diferență între valoarea adăugată (plus subvențiile de exploatare) pe de o parte și impozitele, taxele și cheltuielile de personal, pe de altă parte:

$$EBE = \Big(\text{Valoarea adăugată} + \text{Venituri din subvenții de exploatare} - \text{Cheltuieli cu impozite, taxe vărsăminte simi} \Big) - \Big(\text{Cheltuieli cu remunerațiile personalului} + \text{Cheltuieli privi asigurările soci și protecția soc} \Big)$$

Excedentul brut al exploatării exprimă acumularea brută din activitatea de exploatare, adică din operații strict legate de producția industrială, de activitatea comercială sau prestări de servicii. **EBE reprezintă resursa principală a întreprinderii, deoarece exercită o influență hotărâtoare asupra rentabilității economice și capacității potențiale de autofinanțare a investițiilor (din amortizări, provizioane, profit).**

Rolul excedentului brut al exploatării în analiza financiară poate fi urmărit sub **trei aspecte:**

[18] Vintilă, G. – *op. cit.*, p. 86.

1. EBE este o măsură a performanţelor economice ale întreprinderii. Astfel, indicatorul este luat în calculul rentabilităţii economice (**Rezultatul exploatării/Activ total**) sau al ratei marjei brute de exploatare (**EBE/Cifra de afaceri**). Un excedent brut de exploatare suficient de mare va permite întreprinderii: reînnoirea imobilizărilor sale prin amortizări, acoperirea riscurilor din provizioanele constituite şi asigurarea finanţării activităţii sale; diferenţa va fi distribuită statului (sub forma impozitului pe profit), acţionarilor (prin dividende) şi/sau conservată prin autofinanţare;

2. EBE este **independent** de politica financiară a întreprinderii şi, pentru a argumenta afirmaţia noastră, vom lua în considerare politica de investiţii, politica de finanţare şi politica dividendelor.

EBE nu ţine cont de deciziile întreprinderii privind modalităţile de calcul al amortizării, deci este independent de politica investiţională. De asemenea, EBE nu este influenţat de veniturile şi cheltuielile financiare dependente de structura financiară a întreprinderii, deci nu se creează relaţii de dependenţă faţă de politica de finanţare. În fine, EBE nu ţine cont de deciziile conducerii întreprinderii privind repartizarea profitului net, care fac obiectul politicii dividendelor şi nici de politica fiscală, întrucât nu ia în calcul impozitul pe profit şi rezultatul extraordinar.

Din acest motiv, gradul de autonomie al EBE în raport cu politica financiară a întreprinderii îl recomandă în efectuarea de studii previzionale şi analize comparative a întreprinderilor, aparţinând aceluiaşi sector de activitate. În plus, EBE poate să evidenţieze mai bine decât rezultatul net o deficienţă structurală a întreprinderii în plan industrial şi comercial de care managerii trebuie să ţină cont în pregătirea deciziilor.

3. EBE reprezintă o resursă financiară fundamentală pentru întreprindere, care poate fi utilizată pentru menţinerea sau creşterea capacităţii de producţie a întreprinderii, acoperirea cheltuielilor financiare, plata impozitului pe profit şi a dividendelor. Însă această resursă financiară fundamentală nu este decât o resursă de trezorerie potenţială, un *cash-flow* potenţial degajat de activitatea de exploatare, susceptibil de a se transforma în disponibilităţi pe măsura reglementării decalajelor dintre nevoile şi resursele exploatării. Acest aspect decurge chiar din metodologia de calcul al EBE:

EBE = Venituri din exploatare încasabile – Cheltuieli de exploatare plătibile

EBE constituie primul nivel al analizei privind formarea trezoreriei globale a întreprinderii, deci punctul de pornire în elaborarea tabloului fluxurilor de trezorerie.

⇨ **Al treilea sold intermediar** de gestiune este **rezultatul exploatării** (profit sau pierdere) şi priveşte activitatea de exploatare normală şi curentă a întreprinderii. Prin deducerea cheltuielilor cu amortizările (cele considerate normale) şi provizioanele pentru exploatare, acesta devine un rezultat net al exploatării şi se simbolizează EBIT – *earning before interests and taxes*)

Rezultatul exploatării = EBE + (Venituri din provizioane pentru exploatare + Alte venituri din exploatare) – (Cheltuieli cu amortizările şi provizioanele pentru exploatare + Alte cheltuieli de exploatare)

EBIT este influenţat de politica de investiţii a întreprinderii şi arată, în mod indirect, partea din resursele create din activitatea de exploatare destinată menţinerii dotărilor materiale ale firmei. De asemenea, resursele acumulate din activitatea de exploatare, la care se adaugă veniturile financiare, ar trebui să depăşească nivelul cheltuielilor financiare ale întreprinderii. În caz contrar, va avea loc un transfer de valoare de la proprietari către creditori.

⇨ **Rezultatul curent** sau profitul înainte de impozit (EBT – *earning before taxes*) este al patrulea sold intermediar de gestiune; el este determinat atât de rezultatul exploatării normale şi curente, cât şi de cel al activităţii financiare, deci reprezintă rezultatul tuturor operaţiunilor curente ale întreprinderii.

Rezultatul curent = Rezultatul exploatării + Venituri financiare – Cheltuieli financiare

Rezultatul curent permite analiza dinamicii rezultatelor curente ale întreprinderii pe mai multe exerciţii succesive, deoarece nu este perturbat de elemente extraordinare.

⇨ **Al cincilea sold intermediar** de gestiune este **rezultatul net al exerciţiului** şi exprimă mărimea absolută a rentabilităţii financiare cu care vor fi remuneraţi acţionarii pentru capitalurile proprii subscrise.

Rezultatul net se determină prin scăderea impozitului pe profit din rezultatul curent (EBT).

Rezultatul net = EBT – Impozitul pe profit

Profitul net trebuie susţinut de existenţa unor disponibilităţi monetare reale, altfel el va rămâne doar un potenţial de finanţare. Profitul net urmează să fie distribuit sub forma dividendelor sau/şi să se reinvestească în întreprindere. Profitul net nerepartizat constituie sursă de finanţare proprie sau element de autofinanţare generat de însăşi activitatea întreprinderii.

În condiţiile în care la nivelul rezultatului net se vor înregistra pierderi, acestea se suportă de către proprietari în contul profiturilor viitoare aşteptate (pierderea este reportată pentru exerciţiul financiar următor). Dacă întreprinderea continuă să obţină pierderi şi în exerciţiile financiare următoare, averea acumulată de proprietari în perioadele anterioare de profitabilitate a firmei se va reduce; acest fapt se materializează prin diminuarea valorii capitalului propriu.

În concluzie, analiza performanţelor întreprinderii cu ajutorul soldurilor intermediare de gestiune oferă indicii cu privire la modul în care este creată şi transferată valoarea în cadrul firmei. Astfel, se pot identifica problemele cu care se confruntă managementul strategic al întreprinderii.

3.3.2. Analiza capacităţii de autofinanţare

Alături de soldurile intermediare de gestiune, analiza stării de performanţă financiară a întreprinderii utilizează şi indicatorul **„capacitate de autofinanţare"**. Capacitatea de autofinanţare reflectă potenţialul financiar al firmei de a-şi remunera capitalurile proprii şi de a-şi autofinanţa investiţiile. Capacitatea de autofinanţare reprezintă, de fapt, o

resursă internă aflată la dispoziția întreprinderii, care se determină la sfârșitul unui exercițiu contabil și pe baza căreia se creează planul de investiții viitoare. Ea este destinată să asigure:

- **finanțarea unor nevoi ale gestiunii curente;**
- **creșterea fondului de rulment, finanțarea totală sau parțială a noilor investiții;**
- **rambursarea împrumuturilor contractate;**
- **remunerarea capitalurilor investite.**

Pentru a determina capacitatea de autofinanțare (CAF), se pot utiliza **două metode:** metoda deductibilă și metoda adițională.

Metoda deductibilă, numită și **metoda substractivă** (a scăderii) ia în calcul toate încasările și plățile potențiale implicate de veniturile și cheltuielile realizate de întreprindere, astfel:

CAF = Venituri încasabile – Cheltuieli plătibile

Dacă determinarea CAF se efectuează pornind de la informațiile incluse în noul tip de raportare a contului de profit și pierdere reglementat prin OMFP nr. 94/2001, păstrând ideea de bază a modului său de calcul, formula devine:

CAF = EBE
+ Alte venituri din exploatare
– Alte cheltuieli de exploatare
+ Venituri financiare
– Cheltuieli financiare
– Impozitul pe profit

Pentru ca mărimea acestui indicator să fie un reper în previzionarea capacității de autofinanțare viitoare a întreprinderii, ar trebui excluse din calculul său veniturile încasabile, respectiv cheltuielile plătibile cu caracter excepțional. Astfel se explică faptul că nu au fost luate în considerare veniturile și cheltuielile extraordinare sau veniturile din vânzarea activelor și alte operații de capital, veniturile din subvenții pentru investiții, cheltuielile privind activele cedate și alte operații de capital.

La același rezultat se va ajunge și în cazul aplicării **metodei adiționale.** În acest caz, perspectiva este alta: pornind de la profitul net realizat, sunt eliminate toate elementele de venituri calculate și sunt adăugate cheltuielile calculate pentru exercițiul financiar respectiv (în general amortizări și provizioane constituite).

CAF = Profit net – Venituri calculate + Cheltuieli calculate

Pornind de la informațiile reflectate de noua raportare a contului de profit și pierdere, relația de calcul devine:

CAF = Rezultatul net al exercițiului financiar

– Veniturile din vânzarea activelor și alte operații de capital
– Venituri din subvenții pentru investiții
+ Ajustarea valorii imobilizărilor corporale și necorporale

+ Ajustarea valorii activelor circulante
+ Ajustarea privind provizioanele pentru riscuri şi cheltuieli
+ Cheltuieli privind activele cedate şi alte operaţii de capital

Aşadar, diferenţa dintre cele două metode constă în faptul că metoda deductibilă porneşte de la EBE, în timp ce metoda adiţională pleacă de la rezultatul net al exerciţiului. Analiştii financiari recomandă metoda adiţională atunci când se iau în calcul amortizările şi provizioanele, iar pe cea deductibilă atunci când se iau în calcul veniturile din exploatare şi cele financiare.

Indiferent de modul de calcul, CAF nu are decât un caracter potenţial, dacă nu este susţinută prin mijloace financiare efective. Pentru faptul că ia în calcul fluxurile de încasări şi plăţi potenţiale, în cazul unei economii cu mari blocaje financiare, acest indicator îşi pierde mult din puterea sa informativă.

Pe baza capacităţii de autofinanţare se poate analiza gradul de independenţă financiară a unei întreprinderi, prin calculul următorilor indicatori:

- **capacitatea potenţială de rambursare a cheltuielilor financiare;**
- **rata de finanţare a investiţiilor anuale;**
- **rata de acoperire a excedentului brut;**
- **rata de acoperire a rezultatului exerciţiului.**

⇨ **Capacitatea potenţială de rambursare** a cheltuielilor financiare (C_p) arată numărul de ani necesari pentru a asigura rambursarea cheltuielilor financiare pe baza capacităţii de autofinanţare degajată de firmă. Indicatorul se determină raportând cheltuielile financiare la capacitatea de autofinanţare:

$$C_p = \frac{\text{Cheltuieli financiare}}{\text{Capacitatea de autofinanţare}}$$

Este recomandabil ca valoarea indicatorului să se apropie de zero, adică perioada de timp în care să se ramburseze cheltuielile financiare să fie cât mai mică.

⇨ **Rata de finanţare a investiţiilor anuale** (R_{fi}) arată proporţia în care firma poate acoperi finanţarea investiţiilor anuale pe seama capacităţii de autofinanţare, calculul efectuându-se astfel:

$$R_{fi} = \frac{\text{Capacitatea de autofinanţare}}{\text{Investiţii anuale}} \times 100$$

O valoare care depăşeşte 100% a acestui indicator arată că firma poate să susţină efortul investiţional în totalitate numai din surse proprii.

⇨ **Rata de acoperire a excedentului brut** (R_{eb}) arată măsura în care fluxul potenţial de lichidităţi din activitatea de exploatare participă la formarea fluxului total de disponibilităţi al firmei. Indicatorul se determină prin raportarea capacităţii de autofinanţare (CAF) la excedentul brut de exploatare (EBE):

$$R_{eb} = \frac{CAF}{EBE} \times 100$$

O valoare sub 100% a acestui indicator arată că suma cheltuielilor de natură financiară şi extraordinară este mai mare decât veniturile de natură financiară şi extraordinară. De obicei, acest lucru apare atunci când cheltuielile financiare cu dobânzile şi dividendele de plătit sunt mai mari decât veniturile financiare (dobânzi şi dividende de încasat).

⇨ **Rata de acoperire a rezultatului exerciţiului** (R_{re}) reprezintă raportul dintre capacitatea de autofinanţare şi rezultatul exerciţiului:

$$R_{re} = \frac{\text{Capacitatea de autofinanţare}}{\text{Rezultatul exerciţiului}} \times 100$$

Este recomandabil ca valoarea acestei rate să fie mai mare de 100%.

În practică, doar o parte din resursele care reprezintă capacitatea de autofinanţare va rămâne la dispoziţia întreprinderii pentru reinvestire. În mod firesc, din capacitatea de autofinanţare se plătesc dividende acţionarilor, cota managerului, participarea salariaţilor la profit. Partea care rămâne din capacitatea de autofinanţare după efectuarea acestor plăţi reprezintă **autofinanţarea:**

Autofinanţarea = CAF – Dividende – Cota managerului – Participarea salariaţilor la profit

Autofinanţarea este foarte importantă pentru întreprindere, din următoarele considerente:

- reprezintă o sursă de finanţare independentă şi stabilă;
- oferă firmei autonomie financiară;
- permite reducerea cheltuielilor financiare;
- reprezintă un indicator pe baza căruia se poate calcula rentabilitatea financiară a întreprinderii.

În practică, pentru analiza autofinanţării se folosesc următorii **indicatori:**

- **rata autofinanţării investiţiilor anuale;**
- **rata autofinanţării imobilizărilor corporale şi necorporale;**
- **rata de autofinanţare a nevoilor globale de finanţare.**

⇨ **Rata autofinanţării investiţiilor anuale** (R_{ai}) se determină ca raport între autofinanţare şi valoarea investiţiilor anuale, astfel:

$$R_{ai} = \frac{\text{Autofinanţare}}{\text{Investiţii anuale}} \times 100$$

Această rată măsoară capacitatea firmei de a-şi acoperi investiţiile anuale din surse proprii. Se consideră favorabilă o rată care se apropie cât mai mult de 100%. O rată de peste 100% indică faptul că firma îşi poate acoperi integral planul de investiţii din surse proprii, fără a apela la împrumuturi.

⇨ **Rata autofinanţării imobilizărilor corporale şi necorporale** (R_{aim}) arată capacitatea firmei de a-şi acoperi din surse proprii investiţiile în imobilizări corporale şi necorporale. Această rată se determină astfel:

$$R_{aim} = \frac{\text{Autofinanțare}}{\text{Imobilizări corporale} + \text{Imobilizări necorporale}} \times 100$$

La fel ca în cazul ratei anterioare, o valoare de peste 100% a acestui indicator asigură acoperirea integrală a planului de investiții din surse proprii.

⇨ **Rata de autofinanțare a nevoilor globale de finanțare** (R_{ang}) arată ce proporție din nevoile de finanțare ale firmei pot fi acoperite din surse proprii. Rata se calculează ca raport între autofinanțare și nevoia de finanțare:

$$R_{ang} = \frac{\text{Autofinanțare}}{\text{Nevoi de finanțare}} \times 100$$

În practică se urmărește ca valoarea indicatorului să se apropie de 100%.

3.3.3. Analiza fluxurilor de numerar (*cash-flow*) ale întreprinderii. Delimitări între *cash-flow* și profit

Pentru a defini fluxurile de numerar ce decurg din desfășurarea activității întreprinderilor din țări cu economie de piață, inclusiv din România, se folosește noțiunea anglo-saxonă de *cash-flow*. De-a lungul timpului, conceptul de *cash-flow* a cunoscut interpretări și modalități diferite de calcul.

Încă de la început, trebuie să facem o delimitare între **cash** și **cash-flow**.

Cash-ul se referă la ansamblul de disponibilități bănești, este asimilat cu trezoreria netă și cunoaște două forme[19]:

- **cash efectiv** care se referă la disponibilitățile bănești în conturi bancare, curente și în casă;
- **cash echivalent** care reprezintă disponibilități cvasilichide cum ar fi valorile mobiliare de plasament, respectiv titlurile financiare (acțiuni, obligațiuni etc.) și titluri monetare (certificate de depozit bancar, certificate de trezorerie etc.) cumpărate pentru valorificarea temporară a excedentului de trezorerie.

La rândul său, *cash-flow*-ul (CF) este variația (fluxul) trezoreriei nete (?TN) de la începutul până la sfârșitul exercițiului financiar.

Abordarea termenului de *cash-flow* acoperă și alte noțiuni legate de surplusul monetar degajat de activitatea de exploatare a unei întreprinderi într-o perioadă dată și anume:

- ***cash-flow* curent**, calculat prin deducerea cheltuielilor curente de exploatare din veniturile curente de exploatare;
- ***cash-flow* brut**, care este rezultatul brut înainte de deducerea impozitului pe profit;
- ***cash-flow* net**, care este egal cu *cash-flow*-ul brut diminuat cu impozitul pe profit.

Aceste trei forme de *cash-flow* sunt prezentate în **Figura nr. 17.**

[19] Stancu, I. – *Finanțe*, Editura Economică, București, 2002, p. 822.

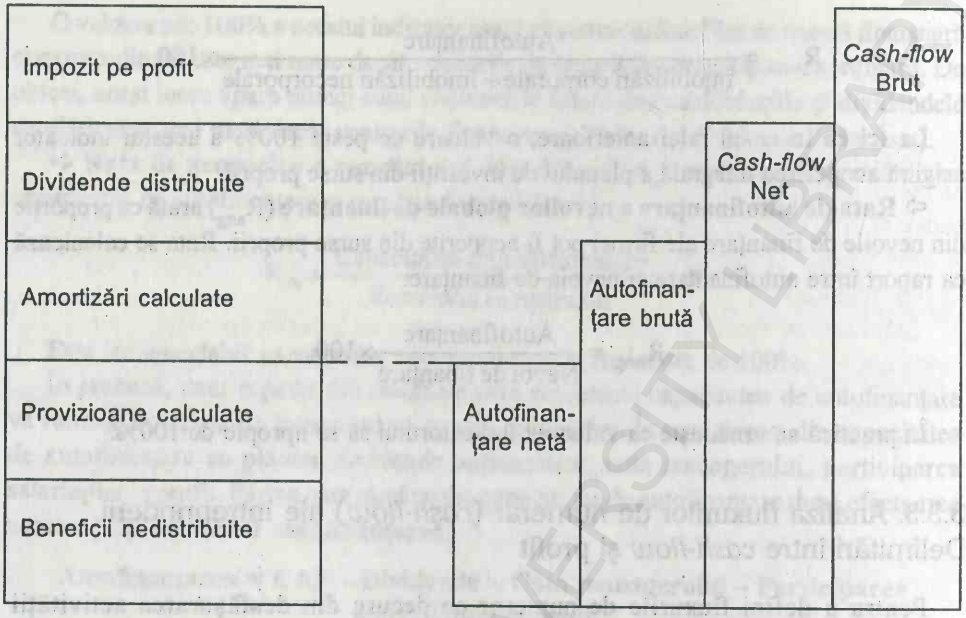


Figura nr. 17
Reprezentarea modalităților de calcul ale *cash-flow*-ului

Cash-ul și *cash-flow*-ul sintetizează variația rezultatelor operațiunilor (de gestiune și de capital) ale întreprinderii, care sunt prezentate în **Figura nr. 18.**

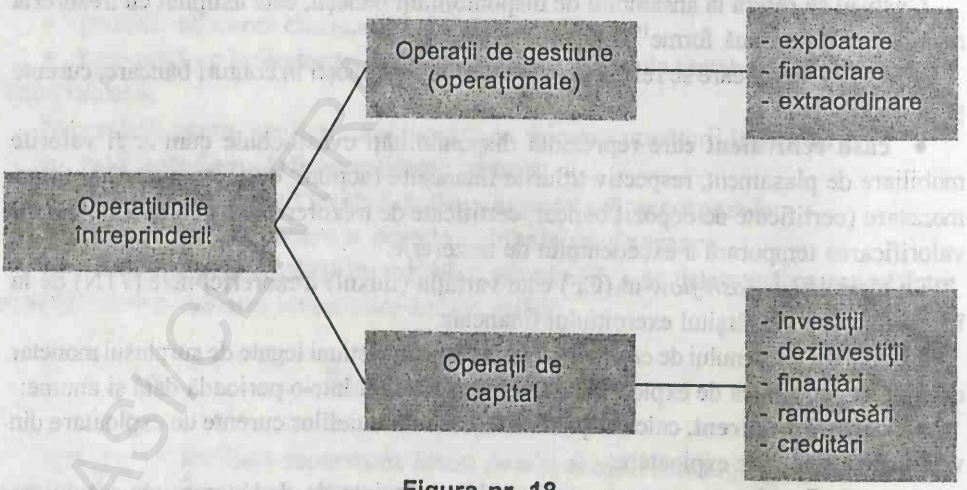


Figura nr. 18
Conținutul operațiunilor de gestiune și de capital

Corespunzător celor două tipuri de operațiuni ale întreprinderii, rezultă două forme de *cash-flow*:

- *cash-flow*-ul din operațiuni (activități) de gestiune (CF_{gest});
- *cash-flow*-ul din operațiuni (activități) de capital (CF_{kap}), structurat la rândul său în *cash-flow*-ul operațiunilor de investiții (CF_{inv}) și *cash-flow*-ul operațiunilor de finanțare (CF_{fin}).

Pe baza celor afirmate anterior, se pot scrie următoarele relații:

$$CF = CF_{gest} + CF_{kap}; \quad CF_{kap} = CF_{inv} + CF_{fin}; \quad CFD = CF_{gest} + CF_{inv} + CF_{fin}$$

unde: **CFD** = *cash-flow* disponibil

Managementul financiar a consacrat noțiunea de ***cash-flow* disponibil** (*free cash-flow*) ca fiind fluxul de numerar cel mai adecvat pentru evaluarea unei întreprinderi sau a unui proiect de investiții. *Cash-flow*-ul disponibil (CFD) reprezintă fluxul de numerar rămas la dispoziția societății comerciale pentru remunerarea investitorilor de capital în întreprindere, respectiv acționarii și creditorii.

Calea cel mai frecvent adoptată în determinarea *cash-flow*-ului disponibil este cea în **cascadă**[20]. Se pornește de la **mărimea** *cash-flow*-ului rezultat din activitatea de exploatare, care se va diminua cu valoarea alocărilor de numerar pentru menținerea sau dezvoltarea capacităților de producție existente.

În condițiile în care majoritatea intrărilor și ieșirilor de numerar sunt implicate de activitatea de exploatare a întreprinderii, valoarea *cash-flow*-ului de exploatare (CF_{expl}) se determină astfel:

$$CF_{expl} = RE + Amo - Impozitul\ pe\ profit$$

unde:

RE = rezultatul din exploatare

Amo = amortizarea

În cazul în care și celelalte activități ale întreprinderii (de investiții sau de finanțare) aduc fluxuri importante de numerar, se determină mărimea *cash-flow*-ului de gestiune (CF_{gest}) ale cărui destinații sunt următoarele:

- efectuarea plăților curente de gestiune;
- achiziția de noi active pentru autofinanțare și/sau pentru rambursarea creditelor;
- remunerarea acționarilor cu dividende și a creditorilor cu dobânzi.

Pornind de la utilizările sale prezentate anterior, CF_{gest} se determină astfel:

$$CF_{gest} = PN + Dob + Amo$$

unde:

PN = profitul net (rezultatul exercițiului);

Dob = cheltuielile financiare anuale ale întreprinderii cu dobânzile de plată;

Amo = cheltuielile anuale cu amortizarea activelor imobilizate din proprietatea întreprinderii.

În conținutul *cash-flow*-ului disponibil se mai cuprind *cash-flow*-ul de investiții și *cash-flow*-ul de finanțare (alături de *cash-flow*-ul de gestiune):

$$CFD = CF_{gest} + CF_{inv} + CF_{fin}$$

CF_{inv} se referă, de regulă, la plăți pentru achiziția de active fixe noi:

- corporale, respectiv proprietăți asupra terenurilor și construcțiilor, mașini și echipamente, inclusiv prin autodotare;
- necorporale, respectiv licențe, brevete, mărci;

[20] Dragotă, V. ș.a. – *op.cit.*, p. 232.

- financiare, respectiv participații directe, cumpărarea de acțiuni și obligațiuni emise de alte întreprinderi, acordarea de avansuri financiare către filiale.

Activitatea de investiții cuprinde totodată **încasări** din vânzarea (cesiunea) de active fixe: vânzări de proprietăți, mașini, echipamente, de acțiuni și obligațiuni deținute, precum și răscumpărări ale obligațiunilor deținute sau ale avansurilor bănești acordate filialelor.

Cash-flow-ul din activitățile de finanțare (CF_{fin}) cuprinde atât fluxuri de venituri generatoare de încasări, cât și fluxuri de cheltuieli generatoare de plăți.

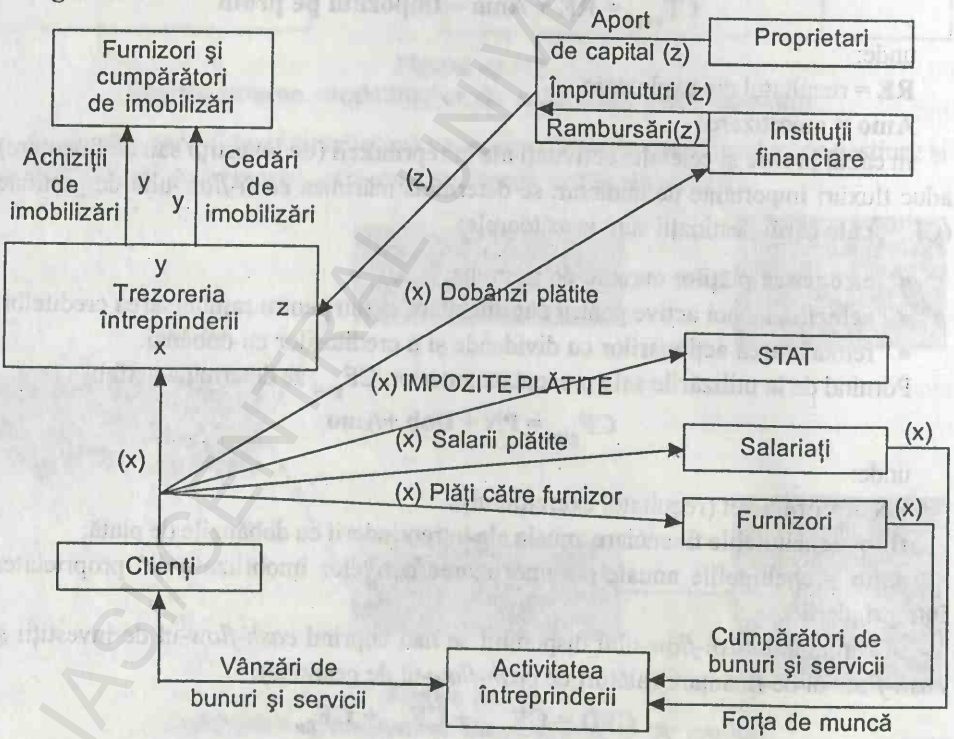
Încasările provin din:

- operațiuni de majorări de capital social (prin emisiune de acțiuni noi);
- majorări de datorii financiare (prin contractarea de noi împrumuturi sau prin emisiunea de obligațiuni ale întreprinderii).

Plățile se manifestă sub forma:

- rambursărilor de împrumuturi pe termen mediu și lung;
- răscumpărări de pe piața bursieră și extra-bursieră a propriilor acțiuni pe baza profitului net.

O sinteză a fluxurilor de trezorerie prezentată pe cele trei componente de bază, *cash-flow* de exploatare, *cash-flow* de investiții, *cash-flow* de finanțare, este prezentată în **Figura nr. 19.**



Notă: x = *cash-flow* de exploatare (CF_{expl})
y = *cash-flow* de investiții (CF_{inv})
z = *cash-flow* de finanțare (CFfin)

Figura nr. 19
Fluxurile de lichidități (*cash-flow*) ale întreprinderii

Mărimea *cash-flow*-ului disponibil este foarte importantă pentru acționari și manageri, din moment ce sunt beneficiarii acestuia. Dacă valoarea *cash-flow*-ului disponibil este negativă, întreprinderea trebuie să atragă noi resurse de la acționarii sau creditorii săi, pentru a-și finanța investiția. Aceasta este o situație normală în momentele de dezvoltare a întreprinderii, când fluxurile rezultate din activitatea sa sunt insuficiente pentru a asigura autofinanțarea și remunerarea investitorilor săi. Însă, în cazul unei întreprinderi ajunse la maturitate, obținerea de *cash-flow*-uri disponibile negative poate indica probleme de gestiune sau de eficiență a activității sale.

În condițiile în care evaluarea întreprinderii sau a proiectului de investiții se face separat, din perspectiva acționarilor sau a creditorilor, se dovedește foarte utilă defalcarea *cash-flow*-ului disponibil pe cele două destinații principale de alocare (pentru acționari și creditori), după cum urmează:

- *cash-flow*-ul disponibil ce revine acționarilor ($CFD_{acț}$) poate fi estimat astfel:

$$CFD_{acț} = Div - \Delta CPR = Div - (CPR_1 - CPR_0)$$

unde:

Div = dividendele repartizate acționarilor;

ΔCPR = variația capitalului propriu ca rezultat al majorării sau reducerii capitalului social.

- *cash-flow*-ul disponibil ce revine creditorilor (CFD_{cr}) este reprezentat de:

$$CFD_{cr} = Dob - \Delta DAT_{fin}$$

unde:

Dob = dobânzi plătite creditorilor;

ΔDAT_{fin} = variația mărimii datoriilor financiare contractate de întreprindere de la terți (în această categorie nu intră datoriile de exploatare).

Ca urmare, *cash-flow*-ul disponibil al întreprinderii este format din *cash-flow*-ul disponibil acționarilor și *cash-flow*-ul disponibil creditorilor:

$$CFD = CFD_{acț} + CFD_{cr}$$

Pornind de la valoarea acestor *cash-flow*-uri, poate fi estimată valoarea întregii întreprinderi sau numai a capitalurilor proprii, respectiv numai a datoriilor sale.

În prezent, există două curente teoretice de explicare a *cash-flow*-ului: francez și anglo-saxon. În **accepțiunea franceză**, *cash-flow*-ul se explică prin diferența între variația fondului de rulment și variația necesarului de fond de rulment:

$$\Delta TN = \Delta FR - \Delta NFR$$

unde:

ΔTN = variația trezoreriei nete;

ΔFR = variația fondului de rulment;

ΔNFR = variația necesarului de fond de rulment.

Astfel, se obține variația trezoreriei nete care reprezintă, totodată, relația echilibrului financiar al întreprinderii.

În **accepțiunea anglo-saxonă**, *cash-flow*-ul este suma *cash-flow*-urilor rezultate din operațiuni de gestiune, de investiții și de finanțare (după cum s-a arătat anterior):

$$CF = CF_{gest} + CF_{inv} + CF_{fin}$$

Prezentarea conținutului *cash-flow*-ului conduce și la diferențierea acestuia de profitul net. O delimitare între *cash-flow* și **profit net** are la bază argumentele următoare:

- profitul net exprimă un **potențial** de obținere a unor încasări prezente și viitoare, în timp ce *cash-flow*-ul este o **certitudine**; el reprezintă rezultatul echilibrului dintre încasări și plăți, de la începutul până la sfârșitul anului. **De exemplu, vânzarea produselor și serviciilor obținute din exploatare se înregistrează la venituri în momentul livrării, dar încasarea va avea loc mai târziu și este incertă. Astfel, o întreprindere poate avea „teoretic" profit (pe hârtie), dar acesta se va materializa în *cash-flow* numai în măsura în care clientul este bun-platnic și respectă angajamentele.**

De asemenea, alături de venituri și cheltuieli monetare (cu o scadență sigură a încasărilor și plăților), se înregistrează în contul de profit și pierderi venituri și cheltuieli nemonetare (venituri anticipate, amortizări și provizioane calculate), care nu angajează cu certitudine fluxuri de lichidități (*cash-flow*).

- pe termen scurt, profitul net este rezultatul operațiunilor de gestiune (de exploatare, financiare, extraordinare); spre deosebire, *cash-flow*-ul este generat atât de operațiuni de gestiune, cât și de operațiuni de capital (investiții, dezinvestiții, finanțări, rambursări). Operațiunile de capital nu se înregistrează în contul de profit și pierdere, dar ele influențează substanțial mărimea *cash-flow*-ului, a cărui dimensiune o depășește pe cea a profitului. Așadar, numai în condiții de creștere „zero" a întreprinderii și de reinvestire a amortizării anuale, profitul net este egal cu *cash-flow*-ul.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITARA

Capitolul 4
DIAGNOSTICUL RENTABILITĂŢII ŞI AL RISCULUI ÎNTREPRINDERII

4.1. Metode utilizate în elaborarea diagnosticului rentabilităţii şi al riscului

Diagnosticul rentabilităţii şi al riscului unei societăţi comerciale ocupă locul central în cadrul analizelor financiare efectuate atât de managerul financiar, cât şi de diverse instituţii de specialitate. Diagnosticul este precedat de analiză şi reprezintă fundamentul deciziilor financiare tactice şi strategice adoptate de întreprindere. Aşadar, analiza şi diagnosticul financiar (al rentabilităţii şi al riscului) nu pot fi separate; diagnosticul nu se poate realiza fără analiză, iar analiza nu are sens dacă nu este urmată de o fază de sinteză şi de interpretare, adică de diagnostic.

De asemenea, este necesar să se menţioneze faptul că diagnosticul se deosebeşte de **audit şi pilotaj**[1]. **Auditul** constituie o operaţie mecanică destinată să verifice conformitatea cu anumite norme de referinţă, iar **pilotajul** constă într-o raportare sistematică a nivelului realizărilor cu cel al obiectivelor. Conceptual, pilotajul[2] reprezintă ansamblul activităţilor desfăşurate de conducerea unei întreprinderi pentru realizarea misiunii acesteia, având la bază strategii adecvate şi obiective bine definite.

În activitatea de diagnosticare a performanţelor generale ale întreprinderii, diagnosticul financiar reprezintă o componentă de bază, alături de diagnosticul managerial, al calităţii şi competitivităţii produselor şi diagnosticul tehnic şi tehnologic. Pe ansamblul întreprinderii, pentru diagnosticarea performanţelor organizaţionale, se pot folosi o serie de obiective de performanţă, care pot varia ca număr, în funcţie de gradul de aprofundare a diagnosticării şi domeniile de activitate ale acesteia. Criteriile de performanţă în funcţie de care se apreciază atât activitatea întreprinderii, cât şi cea a managerilor, se măsoară cu ajutorul unui sistem de indicatori, cărora li se ataşează anumite limite în funcţie de care se face aprecierea. Se pot deosebi:

- indicatori de eficacitate, care permit stabilirea conformităţii rezultatelor cu aşteptările acţionarilor şi ale celorlalte categorii de *stakeholders*;
- indicatori de eficienţă, care măsoară sub diferite forme costurile şi rezultatele funcţionării;
- indicatori de ameliorare, care măsoară progresul înregistrat de întreprindere în raport cu obiectivele stabilite pe termen mediu sau lung.

Elaborarea diagnosticului rentabilităţii şi al riscului presupune utilizarea şi prelucrarea unui ansamblu de indicatori (de lichiditate, rentabilitate şi îndatorare) care reprezintă,

---

[1] Niculescu, M. – *Diagnosticul global strategic*, Editura Economică, Bucureşti, 1997 (*apud* Vladimir-Codrin Ionescu, *Managementul firmelor mici şi mijlocii*, Editura Economică, Bucureşti, 2004, p. 217).

[2] Bărbulescu, C. – *Pilotajul performant al întreprinderii. Proiectare şi funcţionare*, Editura Economică, Bucureşti, 2000, p. 35.

totodată, instrumente ale diagnosticului financiar. În vederea prelucrării indicatorilor, elaborării concluziilor şi luării deciziilor se pot utiliza **două metode**[3]: metoda comparaţiei şi metoda analogiilor cu situaţii strategice-tip.

Metoda comparaţiei se poate realiza sub următoarele forme:

- **comparaţia realizări/previziuni** este mai frecventă şi cea mai utilă pentru controlul activităţii economico-financiare. În măsura în care comparaţiile se efectuează sistematic şi sunt satisfăcătoare sub aspectul rezultatelor, celelalte comparaţii joacă numai un rol complementar. Rezultatul comparaţiei poate duce la măsuri pentru corectarea pe viitor a realizărilor sau pentru corectarea previziunilor, dacă acestea sunt nerealiste (subdimensionate sau supradimensionate);
- **comparaţia în timp (dinamică)** permite formularea de concluzii privind evoluţia situaţiei financiare. Pentru aceasta se utilizează atât sume absolute, cât şi mărimi relative şi se pot exprima grafic. În vederea obţinerii unor rezultate viabile trebuie folosite cifre comparabile, iar metodele de calculare a indicatorilor utilizaţi trebuie să rămână aceleaşi pe toată perioada analizată;
- **comparaţia în spaţiu (între întreprinderi)** se poate efectua direct sau indirect. **Comparaţia directă** dintre două întreprinderi concurente este mai greu de realizat din cauza secretului profesional şi, deci, a lipsei de informaţii privind gestiunea partenerilor. Nedispunând de informaţii suficiente, nu se pot face comparaţii utile. **Comparaţia indirectă** se poate realiza în baza datelor statistice ce vizează grupe de întreprinderi, pe ramuri sau sectoare de activitate. De regulă, aceste informaţii vizează indicatori medii;
- **comparaţia normativă** presupune folosirea unor indicatori (coeficienţi) tip adoptaţi adesea din afara întreprinderii (bancă, bursă etc.); este cazul, de exemplu, al coeficienţilor de îndatorare adoptaţi de bănci, care reprezintă o normă pentru obţinerea de credit (un prag, o limită), iar întreprinderea trebuie să se integreze în aceste niveluri.

Metoda analogiilor cu situaţii strategice tip se bazează pe o cunoaştere foarte bună a situaţiilor critice prin care poate trece o întreprindere din punct de vedere financiar, ca urmare a experienţei dobândite şi a înregistrării unui număr mare de cazuri tip. Pe această bază se formează o cultură financiară care permite managerului să interpreteze cazurile particulare.

Astfel de situaţii tip pot fi determinate de: suprastocare, supradotare, supraexpansiune, vânzare sub posibilităţi şi de o proastă clientelă.

Suprastocarea determină imobilizări de fonduri proprii sau credite bancare, în funcţie de metoda de finanţare; ea generează efecte negative sub aspectul creşterii cheltuielilor cu dobânzile, cu păstrarea, depozitarea şi manipularea stocurilor, blocarea spaţiilor de depozitare, perisabilităţi etc. **Consecinţa suprastocării este încetinirea vitezei de rotaţie şi micşorarea ratei rentabilităţii.** Dacă situaţia durează mai mult timp, se prejudiciază creşterea economică, cu perturbări grave asupra întregii situaţii financiare.

Supradotarea în echipament de producţie şi comercial apare pentru perioade medii de timp, când întreprinderea nu utilizează întreaga capacitate de producţie. Supradotarea

[3] Toma, M., Alexandru, F. – *Finanţe şi gestiune financiară de întreprindere*, Editura Economică, Bucureşti, 1998, p. 369.

poate apărea ca urmare a realizării unor proiecte de investiții care nu corespund posibilităților de exploatare și necesarului real al creșterii economice. Deși se lucrează sub capacitate, întreprinderea suportă costuri (amortizări) importante, în timp ce veniturile sale sunt adesea nesatisfăcătoare. **În consecință, apar pierderi din exploatare, care pot conduce la încetarea plăților.**

Supraexpansiunea/expansiunea necontrolată face ca întreprinderile să nu-și mai poată controla problemele de trezorerie pe care le ridică o creștere economică necontrolată. În perioada supraexpansiunii cresc stocurile și soldul contului clienți într-un ritm egal sau superior cifrei de afaceri. Astfel, apar nevoi suplimentare de finanțare pe termen scurt, de unde rezultă necesitatea apelării la credite bancare.

În asemenea condiții, situația devine precară și sensibilă la cel mai mic risc, depinzând de atitudinea băncii. **În consecință, deși întreprinderea este viabilă din punct de vedere economic, ea poate da faliment prin încetarea plăților.**

Vânzarea sub posibilități/nerealizarea cifrei de afaceri poate fi determinată de:

- o proastă adaptare a mărfurilor la exigențele pieței;
- existența unor mărfuri de proastă calitate;
- o conjunctură economică nefavorabilă pe ramură, în economia națională sau pe plan mondial.

Indiferent de cauză, fenomenul se reflectă în creșterea stocurilor, generând lipsa de lichidități. Dacă pentru redresarea situației se acceptă vânzarea cu plata amânată, **sporesc creanțele și scade lichiditatea. Lipsa încasărilor împinge întreprinderea către credite bancare pe termen scurt sau către credite-furnizor, cu efect de creștere a costurilor.**

Clientela proastă înseamnă derularea afacerilor fie cu clienți dubioși, fie cu clienți scumpi. Clienții dubioși sunt cei care plătesc greu sau deloc. Ei creează greutăți de trezorerie și constrâng întreprinderea să apeleze la credite bancare, ceea ce determină costuri suplimentare; greutățile întreprinderilor-clienți se transmit furnizorilor, creând **posibilitatea falimentelor în lanț.**

Clienții scumpi/costisitori sunt, de regulă, buni platnici, dar creează cheltuieli mai mari prin exigențele lor privind modul de ambalare, lotizare, expediere a mărfurilor. Astfel de clienți contribuie la **realizarea cifrei de afaceri, dar nu și a beneficiilor.**

4.2. Implicarea sistemului ratelor în diagnosticarea rentabilității întreprinderii

Diagnosticul financiar, după expresia lui **Bernard Colasse**, este „un demers experimental a cărui derulare variază, după cum analistul urmărește obiective strict definite sau abordează diagnosticul într-o manieră extensivă"[4]. Analistul utilizează „anumite rate" (pentru caracterizarea obiectivului urmărit) sau o „gamă" de rate (pentru a caracteriza situația economico-financiară a întreprinderii și a surprinde elementele definitorii).

[4] Neagoe, I. – *Finanțele întreprinderii*, Editura ANKAROM, Iași, 1997, p. 399.

Evaluarea eficientă a unei întreprinderi nu presupune utilizarea unui număr cât mai mare de rate, ci alegerea, analiza şi interpretarea acelor rate care răspund cel mai bine obiectivelor urmărite de analistul economico-financiar. Pentru a elimina unele erori ce ar putea apărea în utilizarea sistemului de rate, valorile raportate trebuie să fie comparabile între ele sub aspectul conţinutului şi al prezentării monetare.

4.2.1. Rata de rentabilitate a capitalului investit de proprietari

În majoritatea lucrărilor româneşti de finanţe, rata de rentabilitate a capitalurilor investite de proprietari poartă denumirea de **rentabilitate financiară** şi este determinată după formula următoare:

$$R_f = \frac{P_{npr}}{C_{ipr}}$$

unde:

R_f = rentabilitatea financiară;

P_{npr} = profitul ce revine proprietarilor;

C_{ipr} = capitalurile investite de proprietari.

Rentabilitatea financiară este cea mai importantă rată a unei întreprinderi, deoarece în funcţie de mărimea acesteia acţionarii iau decizia de a investi sau de a se retrage dintr-o afacere. Ca urmare, majoritatea analizelor financiare studiază această rată, în scopul de a găsi diverse căi de ameliorare a nivelului indicatorului. Cu toate că este indispensabilă analizei financiare a unei întreprinderi, modul de calcul al rentabilităţii financiare este considerat prea simplist în raport cu rolul exercitat în fundamentarea deciziilor financiare strategice.

Aşadar, se impune o tratare mai riguroasă a termenilor care formează conţinutul acestui raport, respectiv:

1. profitul ce revine proprietarilor;
2. capitalurile investite de proprietari.

1. Profitul ce revine proprietarilor

În cele mai multe analize, profitul net este considerat, într-o manieră simplistă şi automată, profitul ce revine proprietarilor întreprinderii. Preluarea sa fără nici o prelucrare, direct din contul de profit şi pierdere, poate duce la aproximări prea mari ale nivelului real al rentabilităţii financiare.

În calculul rentabilităţii financiare suntem interesaţi de totalitatea profiturilor ce revin proprietarilor, reprezentate atât de profitul net, cât şi de salariile sau dobânzile ce au fost obţinute prin calitatea lor de furnizori de capital. De multe ori, din motive ce ţin de fiscalitate, proprietarii preferă salarii mai ridicate în locul unor dividende dublu impozitate. Astfel, remunerarea lor se face în principal prin salarii şi numai rezidual prin intermediul profitului net. În aceste condiţii, rentabilitatea financiară calculată pe baza profitului net

va fi mai mică decât nivelul ei real. Dacă în practică sunt întâlnite astfel de situații (mai ales în cazul societăților de persoane), se recomandă luarea în calcul al surplusului de salarii (peste nivelul normal al ramurii) în determinarea profitului ce revine proprietarilor.

2. Capitalurile investite de proprietari

Acestea sunt constituite din capitalurile puse la dispoziția întreprinderii de proprietari și se înregistrează în contabilitate la rubrica intitulată „Capitaluri proprii". Ele sunt compuse din:

- capitalul social;
- prime legate de capital;
- rezervele din reevaluare;
- rezerve;
- rezultatul reportat.

La aceste capitaluri proprii, pot fi **adăugate în anumite condiții și provizioanele pentru riscuri și cheltuieli.** Dacă la construirea tabloului de finanțare, aceste elemente de pasiv sunt asimilate unor datorii pe termen scurt, mediu sau lung în funcție de posibila scadență a riscurilor, în analiza rentabilității financiare situația este cu totul alta.

Majoritatea autorilor din domeniul managementului financiar apreciază că includerea provizioanelor în capitalurile proprii este justificată, dacă stabilitatea lor permite să se considere că au un caracter de rezervă. Cu toate acestea, provizioanele care nu acoperă un risc real și viitor, dar prezintă un caracter de rezervă, trebuie să suporte ulterior un impozit. În masa beneficiului impozabil vor fi reintegrate provizioanele constituite în exces față de riscurile efective și vor fi impozitate. Întreprinderea va suporta o datorie fiscală, dar scadența acesteia va fi, în toate cazurile, peste un an.

Deci se poate considera că provizioanele care nu acoperă strict riscuri reale și viitoare – și nu se vor consuma pe termen scurt – pot fi considerate drept capitaluri permanente. O schemă analitică a provizioanelor este prezentată în **Figura nr. 20.**

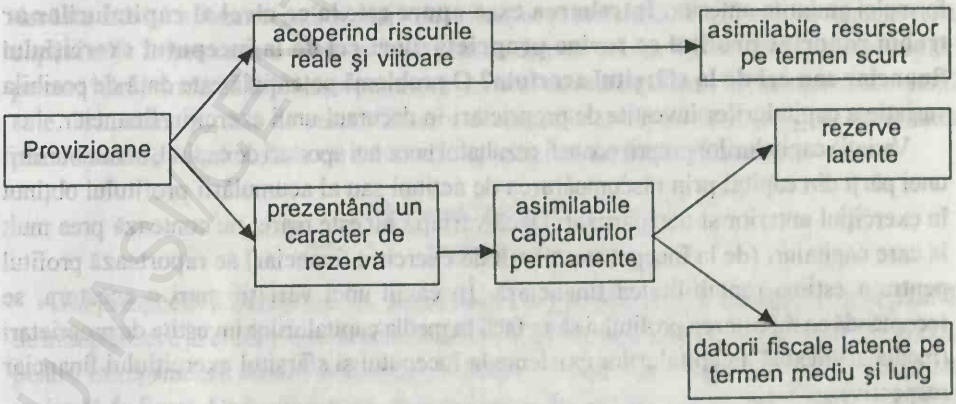


Figura nr. 20
Schema de analiză a provizioanelor

Sursa: Vasile, I., *Gestiunea financiară a întreprinderii,* Editura Didactică și Pedagogică RA, București, 1999, p. 107.

În practică, mărimea provizioanelor trebuie corelată cu mărimea riscurilor. Astfel, dacă provizioanele sunt insuficiente şi nu se ţine cont de toate riscurile, se poate obţine o estimare prea optimistă asupra întreprinderii, care nu corespunde realităţii. Invers, dacă mărimea provizioanelor este supradimensionată în raport cu riscurile întreprinderii, atunci o parte din aceste provizioane prezintă un caracter de rezervă şi pot fi considerate drept resurse permanente. Din acest motiv, tratarea într-o manieră corectă a ansamblului provizioanelor necesită adoptarea următoarelor **soluţii**[5]:

1. **prima soluţie**, des practicată, constă în a aplica într-un mod radical principiul prudenţei şi a considera că toate provizioanele acoperă riscuri reale şi viitoare şi sunt înglobate în resurse pe termen scurt;

2. **a doua soluţie**, care este mai satisfăcătoare decât prima, porneşte de la observaţia că majoritatea întreprinderilor reconstituie de la un an la altul o mărime crescătoare a provizioanelor. Această creştere apare ca o resursă permanentă, chiar dacă diferite componente ale sale sunt conservate pe termen scurt;

3. **a treia soluţie** este una intermediară şi constă în repartizarea arbitrară a resurselor financiare pentru constituirea de provizioane. Astfel, 40-50% din resursele financiare destinate constituirii de provizioane vor fi destinate provizioanelor care prezintă un caracter de rezervă; ele se asimilează resurselor permanente. Diferenţa va fi folosită pentru constituirea provizioanelor de acoperire a riscurilor reale şi viitoare, iar resursele respective vor fi pe termen scurt.

Aşadar, provizioanele pentru riscuri şi cheltuieli reprezintă fonduri ce vor micşora, prin trecerea lor pe cheltuieli, rezultatul net la care au drept proprietarii. Aceste resurse, atât timp cât nu sunt alocate, sunt utilizate în finanţarea întreprinderii de către proprietari. Atunci când suma acestor provizioane este considerabilă, eliminarea lor din calculul rentabilităţii financiare poate determina o supraevaluare substanţială a acestui indicator.

După ce au fost estimate atât mărimea rezultatului ce revine proprietarilor, cât şi suma capitalurilor investite de aceştia, rentabilitatea financiară se determină pe baza formulei amintite anterior. **Întrebarea care apare este la ce nivel al capitalurilor ar trebui raportat profitul ce revine proprietarilor: cel de la începutul exerciţiului financiar sau cel de la sfârşitul acestuia?** O problemă potenţială este dată de posibila variaţie a capitalurilor investite de proprietari în decursul unui exerciţiu financiar.

Variaţia capitalurilor proprii poate fi rezultatul unor noi aporturi de capital, al rambursării unei părţi din capital prin răscumpărarea de acţiuni sau al acumulării profitului obţinut în exerciţiul anterior şi nerepartizat. Dacă variaţia nu este mare, nu contează prea mult la care capitaluri (de la început sau sfârşit de exerciţiu financiar) se raportează profitul pentru a estima rentabilitatea financiară. În cazul unei variaţii mari a acestora, se recomandă ca raportarea profitului să se facă la media capitalurilor investite de proprietari (media aritmetică a capitalurilor existente la începutul şi sfârşitul exerciţiului financiar respectiv).

[5] Vasile, I. – *op. cit.*, p. 107.

Însă adevăratul test al performanțelor realizate de întreprindere îl reprezintă modul în care acestea sunt evaluate de piață. Valoarea de piață a rentabilității financiare a unei întreprinderi va fi estimată ca un raport între rezultatul net (remunerarea acționarilor) și valoarea de piață a capitalurilor proprii (capitalizarea bursieră a societății comerciale):

$$R_{fin(v.p.)} = \frac{PN}{CB}$$

unde:

$R_{fin\ (v.p.)}$ = rentabilitatea financiară în valori de piață;

PN = profit net;

CB = capitalizarea bursieră a societății comerciale, reprezentând valoarea totală a acțiunilor firmei cotate pe piața bursieră.

În acest mod se calculează nivelul real al rentabilității capitalului propriu. Un investitor ce dorește să devină acționar al unei firme va plăti contravaloarea cursului bursier pentru acțiunile cumpărate și nu echivalentul valorii contabile a acestora. Ca urmare, acesta va fi interesat să cunoască mărimea, în valori de piață, a rentabilității capitalurilor investite.

4.2.2. Rata de rentabilitate a capitalului investit de creditori

Estimarea ratei de rentabilitate a capitalurilor investite de creditori presupune raportarea rezultatului distribuit creditorilor întreprinderii la suma capitalurilor împrumutate de la aceștia pe durata exercițiului financiar. În categoria capitalurilor investite de creditori se includ nu numai creditele bancare, ci și creditele comerciale primite de la furnizori sau de la stat, ce pot fi inițial gratuite, însă treptat devin oneroase prin plata de penalități de întârziere. În cadrul capitalurilor împrumutate va intra și leasing-ul operațional, chiar dacă nu este menționat în cadrul pasivului bilanțier al societății. Rezultatul ce remunerează capitalurile împrumutate va fi estimat prin adunarea tuturor dobânzilor și penalităților pe care întreprinderea le plătește pentru că „reține" aceste capitaluri în finanțarea activității sale. Prin urmare, rata de rentabilitate a creditorilor întreprinderii ($R_{rcî}$) se determină prin raportarea cheltuielilor cu dobânzile la volumul datoriilor financiare:

$$R_{rcî} = \frac{\text{Cheltuieli privind dobânzile}}{\text{Datorii financiare}}$$

Din perspectiva întreprinderii, acest raport reprezintă rata de dobândă medie plătită de întreprindere la creditele contractate. Deductibilitatea cheltuielilor cu dobânzile implică pentru întreprindere costuri mai mici cu creditele contractate prin economia de impozit realizată de firmă. Deductibilitatea cheltuielilor cu dobânzile implică o reducere a profitului impozabil și, implicit, o diminuare a impozitului plătit de întreprindere.

În unele opinii[6], se consideră că datoriile financiare ar trebui să cuprindă doar creditele cu scadență mai mare de un an contractate de la bănci sau de la alte instituții financiare. La acestea se pot adăuga creditele de trezorerie, în situația în care contractarea lor de către întreprindere are un caracter permanent. Formularele noi de bilanț, „armonizate" cu standardele europene, au o detaliere a creditelor pe scadențe mai mici, respectiv mai mari de un an; în cazul formularelor vechi, încă aflate în uz, detalierea se putea face doar cu ajutorul anexei „Situația creanțelor și datoriilor".

4.2.3. Rata de rentabilitate economică

Rata de rentabilitate economică reprezintă rata de rentabilitate a ansamblului capitalurilor atrase de aceasta de la proprietarii și creditorii săi. Într-o accepțiune mai largă, rata rentabilității economice exprimă eficiența capitalului economic alocat activității productive a întreprinderii. În limbajul anglo-saxon, rata rentabilității economice poartă denumirea de rata rentabilității activului; de aceea, ea se prescurtează prin **ROA** (*Return on Assets*, unde *Assets* = activ).

Modul uzual de calcul al rentabilității economice (R_{re}) este următorul:

$$R_{re} = \frac{\text{Rezultatul din exploatare net}}{\text{Activ economic}} = \frac{\text{Profit net} + \text{Dobânzi}}{\text{Capitaluri proprii} + \text{Datorii financiare}}$$

În cadrul relației de calcul anterioare, activul economic este contrapartida din activul bilanțier a resurselor atrase, prezente în pasiv; activul economic reprezintă ansamblul activelor finanțate pe seama acestor resurse, respectiv activele imobilizate nete la care se adaugă activele circulante nete.

$$\mathbf{AE = CPR + Dat_{fin} = IMO + ACRnete}$$

unde:

AE = activul economic;

CPR = capitalurile proprii ale întreprinderii;

IMO = valoarea netă a activelor imobilizate din proprietatea întreprinderii;

Dat_{fin} = datorii financiare;

ACRnete = active circulante nete.

Rata rentabilității economice trebuie să îndeplinească următoarele **condiții**:

- rata rentabilității economice trebuie să fie mai mare decât rata inflației pentru a asigura menținerea valorii sale;
- în termeni reali, rata rentabilității economice trebuie să remunereze capitalurile investite la nivelul ratei minime de randament din economie (rata medie a dobânzii) și al riscului economic și financiar pe care și le-au asumat furnizorii de capitaluri (acționarii și creditorii întreprinderii);
- de asemenea, rata rentabilității economice trebuie să permită întreprinderii reînnoirea și creșterea activelor sale într-o perioadă de timp cât mai scurtă.

[6] Dragotă, V. ș.a. – *op.cit.*, p. 251.

Așadar, rentabilitatea economică reprezintă rentabilitatea ansamblului capitalurilor investite. Mărimea sa este strâns legată de nivelul rentabilităților obținute de fiecare investitor de capitaluri în parte. Dacă ținem cont că acționarii și creditorii sunt cei mai importanți investitori de capitaluri, atunci rentabilitatea economică poate fi estimată pornind de la rentabilitățile obținute de aceștia. Ca atare, aceasta poate fi calculată ca o **medie ponderată a rentabilității capitalurilor proprii, respectiv a celor împrumutate.** Ponderile reprezintă proporția fiecărui tip de capital în totalul capitalurilor atrase de întreprindere pentru finanțarea activităților sale, astfel:

$$R_{ec} = R_{fin} \times \frac{CPR}{AE} + R_d \times \frac{DAT_{fin}}{AE}$$

unde:

R_{ec} = rentabilitatea economică;
R_{fin} = rentabilitatea financiară;
CPR = capitaluri proprii;
AE = activ economic;
R_d = rata dobânzii;
DAT_{fin} = datorii financiare.

Noua determinare a rentabilității economice este foarte utilă, mai ales atunci când suntem interesați să calculăm nivelul acceptabil al acesteia care asigură remunerarea cerută de investitorii de capitaluri. În condițiile în care rata de rentabilitate cerută de proprietari nu coincide cu rentabilitatea financiară realizată, apare o neconcordanță între rentabilitatea economică ce ar trebui obținută de întreprindere și cea efectiv realizată. În schimb, dacă rentabilitatea financiară obținută corespunde așteptărilor acționarilor, putem spune că nivelul de rentabilitate economică atins asigură remunerarea cerută a capitalurilor atrase de la investitori.

Prin urmare, dacă firma nu va face eforturi pentru a-și majora rentabilitatea financiară, ea riscă să-și piardă acționarii. În condițiile în care firma este listată la bursă sau pe RASDAQ, capitalizarea sa bursieră va înregistra un declin, consecință a problemelor în domeniul profitului. Pentru evitarea pierderii acționarilor, întreprinderea va apela la **măsuri**[7] de criză sau de compromis, dintre care se pot menționa:

- transferul unei părți din resursele ce revin statului către proprietari, prin practicarea pentru asociați a unor salarii cu mult peste nivelul mediu al ramurii. Astfel, întreprinderea realizează în primul rând o economie de impozit, inversând în același timp ordinea plății celor implicați în afacere: întâi proprietarii, apoi statul;
- acumularea datoriilor către stat, în condițiile reeșalonărilor și exonerărilor deja tradiționale ale plății impozitelor și penalităților aferente, probând un management financiar realizat cu „acordul" statului de o parte din firmele românești.

[7] Dragotă, V. – *op. cit.*, p. 254.

4.2.4. Analiza factorială a rentabilităţii (sistemul de rate Du Pont)

Analiza factorială a rentabilităţii presupune descompunerea ratelor de rentabilitate pe factorii de influenţă ai acestora. Pus în practică de către **Du Pont Powder Company**, acest tip de analiză se dovedeşte şi astăzi util în cadrul managementului rentabilităţii firmei.

Ideea centrală a acestui tip de analiză constă în identificarea principalilor factori care influenţează direct sau indirect rentabilitatea întreprinderii şi integrarea mărimii lor într-un sistem de rate ce condiţionează nivelul acesteia. Astfel, în funcţie de priorităţile managementului în gestiunea rentabilităţii, descompunerea factorială a acesteia diferă.

A. Descompunerea factorială a rentabilităţii economice

Ratele de rentabilitate economică[8] sunt compuse din **două rate**:

- de structură valorică a cifrei de afaceri (rate de marjă);
- de rotaţie a capitalurilor, prin cifra de afaceri.

Pornind de la aceste consideraţii, rata de rentabilitate economică (R_{re}) se poate exprima astfel:

$$R_{re} = \frac{\text{Rezultatul din exploatare net}}{\text{Activ economic}} = \frac{\text{EBIT} - \text{Impozit}}{\text{Activ economic}} =$$

$$= \frac{\text{EBIT} - \text{Impozit}}{\text{Cifra de afaceri}} \times \frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{Activ economic}} = \frac{\text{EBIT} - \text{Impozit}}{\text{CA}} \times \frac{\text{CA}}{\text{AE}}$$

R_{re} = Rata de structură valorică a CA x Rata de rotaţie a capitalurilor (prin CA)

Fiecare din aceste rate serveşte la o analiză financiară aprofundată a întreprinderii. Astfel, ratele de structură caracterizează condiţiile de exploatare economică (capitalurile consumate), iar ratele de rotaţie caracterizează eficacitatea capitalurilor angajate de întreprindere în desfăşurarea activităţii sale economico-financiare (capitalurile alocate).

În fapt, descompunerea ratelor de rentabilitate evidenţiază influenţa a două grupe de factori:

- un factor cantitativ (marja de acumulare);
- doi sau mai mulţi factori calitativi (rotaţia capitalurilor, structura financiară).

Mărimea efectivă a acestor rate exprimă o anumită combinare între factorul cantitativ şi factorii calitativi de creştere a rentabilităţii.

Drept urmare, rata rentabilităţii economice poate fi majorată, fie prin creşterea marjei de acumulare (diferenţa dintre cifra de afaceri şi cheltuielile de gestiune), fie prin creşterea rotaţiei capitalurilor. În perioadele de dezvoltare, capitalurile investite pot să crească mai repede decât rentabilitatea întreprinderii. De aceea, este posibil ca, în ciuda creşterii

[8] Stancu, I. – *Finanţe*, Editura Economică, Bucureşti, 2002, p. 856.

ratei marjei brute, să se înregistreze o rată scăzută a rentabilității economice (efectele profitabile ale investițiilor se vor propaga în timp).

$$R_{re} = \frac{EBIT - Impozit}{AE} = \frac{EBIT - Impozit}{Valoarea\ adăugată} \times \frac{Valoarea\ adăugată}{Imobilizări} \times \frac{Imobilizări}{AE}$$

(1) (2) (3)

unde:

(1) = rata marjei asupra valorii adăugate (R_{mVA})

(2) = randamentul imobilizărilor (R_{imo})

(3) = coeficientul investițiilor (C_{inv})

Astfel, rata de rentabilitate economică se mai poate exprima într-o nouă formulare:

$$R_{re} = R_{mVA} \times R_{imo} \times C_{inv}$$

Rentabilitatea economică este astfel pusă în corelație cu rentabilitatea factorului muncă, cu randamentul investițiilor în active fixe și cu structura investițiilor (respectiv, ponderea investițiilor strategice).

B. Descompunerea factorială a rentabilității financiare

Rata rentabilității financiare poate fi descompusă în două (sau mai multe) rate componente:

$$R_{fin} = \frac{Profit\ net}{Capital\ propriu} = \underbrace{\frac{Profit\ net}{Cifra\ de\ afaceri}}_{\text{rata marjei nete}} \times \underbrace{\frac{Cifra\ de\ afaceri}{Capital\ propriu}}_{\text{rata rotației capitalurilor proprii}}$$

sau

$$R_{fin} = \frac{Profit\ net}{Capital\ propriu} = \underbrace{\frac{Profit\ net}{Cifra\ de\ afaceri}}_{\text{rata marjei nete}} \times \underbrace{\frac{Cifra\ de\ afaceri}{Activ\ economic}}_{\text{rata rotației capitalurilor proprii}} \times \underbrace{\frac{Activ\ economic}{Capital\ propriu}}_{\text{rata de structură a capitalurilor}}$$

În felul acesta se evidențiază dependența rentabilității financiare de rata marjei nete de rentabilitate, de rotația capitalurilor și de structura finanțării (în timp) a investițiilor întreprinderii.

Este de remarcat că o creștere a rentabilității financiare poate fi obținută, în anumite condiții, prin creșterea îndatorării. Contractarea de credite poate determina o creștere a rentabilității capitalurilor investite de proprietari pe **două căi**:

- câștigul realizat dintre diferența între rata de rentabilitate economică a întreprinderii și rata de dobândă plătită creditorilor pentru capitalurile investite de aceștia în firmă;
- economia de impozit obținută de societatea comercială prin deducerea cheltuielilor cu dobânzile plătite, implicând un cost al resurselor împrumutate mai mic decât rata de dobândă aferentă creditului contractat.

Atunci când se doreşte analiza rentabilităţii financiare din această perspectivă este indicată următoarea descompunere factorială:

$$R_{fin} = \frac{EBIT - Impozit}{Cifra\ de\ afaceri} = \frac{Cifra\ de\ afaceri}{Activ\ economic} \times \frac{Activ\ economic}{Capital\ propriu} \times \frac{Profit\ net}{EBIT - Impozit}$$

(1) (2) (3) (4)

unde:

(1) = rata marjei brute (R_{mb})

(2) = rata de rotaţie a capitalurilor (R_{rk})

(3) = rata de structură a capitalurilor (R_{sk})

(4) = rata structurii remunerării (R_{sr})

Astfel, rata de rentabilitate financiară se mai poate exprima într-o nouă formulare:

$$R_{fin} = R_{mb} \times R_{rk} \times R_{sk} \times R_{sr} = R_{re} \times L$$

unde:

$R_{mb} \times R_{rk}$ = rata rentabilităţii economice (R_{re})

$R_{sk} \times R_{sr}$ = levierul financiar (L)

4.3. Diagnosticul riscului. Tipologia riscului

În economia de piaţă, întreaga existenţă a întreprinderii este legată de risc, deoarece rezultatele prezente şi viitoare se află sub influenţa unor evenimente neprevăzute. În practică este chiar alarmantă frecvenţa situaţiilor în care investiţii promiţătoare devin pierderi de răsunet. Astfel se justifică interesul ridicat al analiştilor financiari pentru cercetările din domeniul cuantificării şi previziunii riscului întreprinderii.

Analizele financiare permit o apreciere rapidă şi sintetică a riscului. O întreprindere cu rentabilitate, solvabilă, care are o structură financiară coerentă şi adaptabilă la schimbări, teoretic nu prezintă risc. Cu toate acestea şi ea este expusă riscului, întrucât este nevoită să suporte în permanenţă un anumit grad de incertitudine generat de mediul economic şi cel financiar în care îşi desfăşoară activitatea.

Riscul se traduce prin variabilitatea rezultatului, afectând rentabilitatea activelor şi, în consecinţă, a capitalului investit. Această fluctuaţie poate fi cu atât mai bine stăpânită de întreprindere cu cât posedă un anumit grad de flexibilitate, prin care se adaptează mediului.

Riscul întreprinderii este întotdeauna legat de viitor, motiv pentru care el este apreciat în mod subiectiv, cu atât mai mult cu cât datele referitoare la acesta nu pot fi considerate informaţii sigure. Însă, la un moment dat, riscul trebuie evaluat, fie de către factorii din interiorul întreprinderii, fie de către cei din afară, fiind o componentă nelipsită în fundamentarea deciziilor strategice.

Analiza riscului unei întreprinderi are un caracter complex, fiind rezultatul impactului cumulat al tuturor riscurilor implicate de activitatea acesteia (de exploatare, de investiţii, de finanţare). De asemenea, riscul poate fi abordat într-o manieră diferită, din punctul de vedere al întreprinderii sau de pe poziţia investitorilor şi creditorilor.

Indiferent de modul de tratare, riscul poate fi abordat din punct de vedere economic și financiar, pornind de la disocierea dintre capitalul economic și capitalul financiar. Organizarea acestei disocieri pe pieţele financiare permite un transfer al riscului generat de activitatea economică asupra activului financiar.

4.3.1. Riscul economic

Activitatea unei întreprinderi este supusă riscului economic (operaţional) întrucât aceasta nu poate să prevadă cu certitudine diferitele componente ale rezultatului său (cost, cantitate, preţ) și ale ciclului de exploatare (cumpărări, prelucrări, vânzări). Riscul economic evaluează posibilitatea înregistrării (obţinerii) unui rezultat insuficient sau chiar a unor pierderi. Deci, riscul activităţii economice evidenţiază „incapacitatea întreprinderii de a se adapta în timp și cu cele mai mici costuri, eforturi variaţiei mediului economic; mai exact, el exprimă volatilitatea rezultatului economic la condiţiile de exploatare"[9].

Riscul afacerilor variază de la o ramură de activitate la alta și de la o firmă la alta, în cadrul aceleiași ramuri de activitate. În plus, riscul afacerilor poate fi schimbător în timp. În general, firmele mici și cu un singur produs au un grad ridicat al riscului afacerilor. În literatura de specialitate se apreciază că riscul economic depinde de următorii factori:

- **variabilitatea cererii**: cu cât cererea pentru produsele unei firme este mai instabilă, cu atât riscul economic este mai mare;
- **variabilitatea preţului de vânzare**: firmele ale căror produse sunt vândute pe pieţe caracterizate de fluctuaţii însemnate sunt expuse unui risc economic mai ridicat, comparativ cu firmele ale căror produse sunt vândute pe pieţe stabile;
- **variabilitatea costului intrărilor** (aprovizionărilor), în sensul că firmele care se aprovizionează la costuri incerte sunt expuse unui risc economic ridicat;
- **capacitatea de a ajusta preţurile produselor la costurile intrărilor**. Astfel, cu cât capacitatea firmei de a ajusta preţul produselor la modificarea costului de producţie este mai mare, cu atât nivelul riscului economic este mai scăzut;
- **ponderea cheltuielilor fixe în totalul cheltuielilor firmei**: dacă cheltuielile fixe deţin o pondere însemnată în valoarea cheltuielilor totale și nu se pot diminua pe măsură ce scade cererea pentru produsele firmei, riscul economic este mai ridicat.

Riscul economic depinde și de structura cheltuielilor, respectiv de comportamentul acestora faţă de volumul de activitate.

Cheltuielile variabile sunt direct proporţionale cu nivelul producţiei (materii prime și materiale directe, salariile personalului direct productiv etc.). Cheltuielile fixe, independente de nivelul activităţii, sunt angajate în scopul funcţionării normale a întreprinderii, fiind plătite chiar în absenţa cifrei de afaceri (apă, electricitate, întreţinere, personal administrativ, cheltuieli cu amortizarea etc.). Această grupare trebuie abordată prin

[9] Vintilă, G. – *op. cit.*, p. 102.

prisma timpului, deoarece pe termen lung practic toate cheltuielile sunt considerate variabile. În plus, unele dintre aceste costuri (de exemplu salariile şi cheltuielile administrative generale) pot varia într-o anumită măsură. Totuşi, întreprinderile nu sunt dispuse, de regulă, să reducă aceste cheltuieli, ca răspuns la fluctuaţiile cifrei de afaceri. Astfel de costuri sunt denumite adesea costuri **semivariabile**.

Riscul de exploatare depinde în special de nivelul cheltuielilor fixe, acelaşi nivel al cheltuielilor fixe fiind mai bine absorbit de o cifră de afaceri mai mare.

Structura cheltuielilor, în special repartiţia între cheltuielile fixe şi cheltuielile variabile în raport cu cifra de afaceri, exercită o influenţă semnificativă asupra rentabilităţii, ceea ce justifică determinarea unui „efect de levier operaţional/al exploatării"[10]. Acesta indică influenţa cheltuielilor fixe de exploatare asupra profitului din exploatare (profit înainte de plata impozitelor şi dobânzii –*earnings before interests and taxes* – EBIT).

Studiul său este asociat cu analiza Cost – Profit – Volum şi cu cea a punctului neutru sau „mort".

În mod concret, pentru un produs dat, problema este aceea de a şti care trebuie să fie cantitatea produsă şi respectiv vândută, astfel încât volumul vânzărilor (cifra de afaceri) să acopere cheltuielile totale (fixe şi variabile). Altfel spus, punctul „mort" denumit şi **prag de rentabilitate** evidenţiază nivelul minim de activitate la care trebuie să se situeze întreprinderea pentru a nu lucra în pierdere. Depăşind acest nivel, activitatea întreprinderii devine rentabilă. Riscul economic va fi cu atât mai mic, cu cât nivelul punctului mort va fi mai redus.

Determinarea pragului de rentabilitate se face, după caz, în unităţi fizice, valorice sau în număr de zile, pentru un singur produs sau pentru întreaga activitate a întreprinderii.

La întreprinderile monoproductive (care fabrică un singur produs) pragul de rentabilitate în unităţi fizice se determină pornind de la ipoteza unui cost variabil unitar constant în raport cu creşterea volumului producţiei. Aceasta înseamnă că, indiferent de volumul fizic al producţiei vândute (Q), cheltuielile variabile pe unitatea de produs sunt constante, variind în schimb volumul total al acestora (CV). De asemenea, se porneşte de la ipoteza că preţul unitar de vânzare (P) este constant, indiferent de volumul produselor fizice vândute (Q). Altfel spus, piaţa absoarbe toată producţia la acelaşi preţ.

Exemplu:

Considerăm un produs al cărui preţ de vânzare unitar (P) este 200 u.m., cheltuielile variabile unitare (CV_u) sunt 100 u.m., cheltuielile fixe proprii (CF) sunt 40.000 u.m. Presupunem că toate produsele se vând. Datele permit construirea următorului tabel:

[10] În terminologia de afaceri, un efect de levier operaţional ridicat înseamnă – dacă se consideră toate celelalte elemente constante – că o modificare relativ mică a cifrei de afaceri va duce la o modificare importantă a profitului de exploatare.

Cantitatea produsă (Q) - tone -	Vânzări totale (CA) CA = QxP	Cheltuieli fixe (CF)	Cheltuieli variabile totale (CV) CV = CV_uxQ	Cheltuieli operaționale (CT) CT =CF+CV	Venit operațional (EBIT) EBIT=CA–CT
100	20.000	40.000	10.000	50.000	-30.000
200	40.000	40.000	20.000	60.000	-20.000
300	60.000	40.000	30.000	70.000	-10.000
400	80.000	40.000	40.000	80.000	0
500	100.000	40.000	50.000	90.000	10.000
600	120.000	40.000	60.000	100.000	20.000
700	140.000	40.000	70.000	110.000	30.000
800	160.000	40.000	80.000	120.000	40.000

Tabelul nr. 8
Calculul pragului de rentabilitate al întreprinderii

În baza acestor ipoteze, **pragul de rentabilitate** reprezintă volumul fizic al producției vândute care acoperă totalul cheltuielilor (cheltuieli fixe + cheltuieli variabile), iar rezultatul exploatării este nul. Din **Tabelul nr. 8** se observă că există egalitate între vânzările totale (CA) și cheltuielile totale pentru producția Q = 400 t. Această cantitate reprezintă punctul neutru sau pragul de rentabilitate, adică:

– în acest punct nu există nici profit, nici pierderi;

– peste acest punct, toată producția vândută conduce la obținerea de profit.

Pragul de rentabilitate se mai determină după relația:

$$CA = CT$$
$$CA = CF + CV_u \times Q$$
$$PQ = CF + CV_u \times Q$$
$$Q(P - CV_u) = CF$$

$$Q = \frac{CF}{P - CV_u} = \frac{40.000}{200 - 100} = 400\,t$$

Analiza pragului de rentabilitate examinează relația dintre venituri și vânzări, pe baza costurilor fixe și variabile și reprezintă o analiză pe termen scurt. Ca urmare, cheltuielile cu dobânzile nu se includ în analiză, ele reprezentând costuri financiare și nu costuri de exploatare (operaționale) și cu impact pe termen lung. Din acest motiv, analiza pragului de rentabilitate calculează pragul de rentabilitate înaintea plății dobânzilor.

Elementele esențiale ale analizei pragului de rentabilitate sunt reprezentate grafic în **Figura nr. 21.** Numărul de unități produse și vândute apar pe abscisă (OX), iar costurile și veniturile se măsoară pe ordonată (OY).

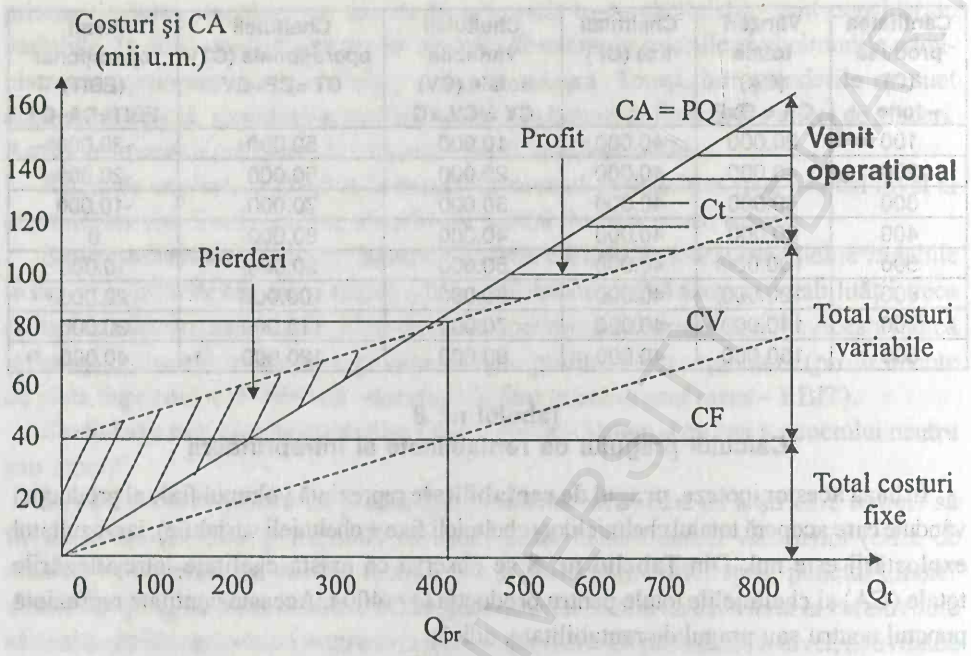


Figura nr. 21
Reprezentarea grafică a pragului de rentabilitate al întreprinderii

Presupunem că numărul de unităţi produse este egal cu numărul de unităţi vândute. Costurile fixe, în valoare de 40.000 u.m., sunt reprezentate cu o linie orizontală, deoarece ele rămân neschimbate indiferent de numărul de unităţi produse. Costurile variabile sunt 100 u.m./t, astfel încât:

– totalul costurilor variabile se determină prin multiplicarea valorii de 100 u.m./t cu numărul de tone produse;

– linia costurilor totale are o pantă ascendentă de 100 u.m. (pe ordonată) la o tonă produsă şi vândută (pe abscisă).

Din acest motiv, costurile totale (**CT = CF + CV**) sunt reprezentate grafic ca o linie dreaptă cu punctul de intersecţie al ordonatei la valoarea de 40.000 u.m. Pe baza reprezentării grafice din **Figura nr. 21** se pot desprinde următoarele concluzii:

- în punctul Q_{pr}, întreprinderea nu degajă nici profit, nici pierdere. Instabilitatea profitului este cu atât mai mare, cu cât întreprinderea este mai aproape de punctul său critic. Atunci când nivelul cifrei de afaceri (CA) se situează în vecinătatea punctului critic, o mică variaţie a cifrei de afaceri antrenează o mare variaţie a profitului;
- în cazul în care $Q < Q_{pr}$, costurile depăşesc CA, iar întreprinderea lucrează în pierdere;
- în cazul în care $Q > Q_{pr}$, costurile sunt compensate de CA suficient de mare pentru a degaja profit. Cu cât producţia Q este mai mare faţă de acest punct critic, cu atât mai mult va creşte profitul, deoarece cheltuielile fixe sunt absorbite deja de vânzările realizate până în punctul mort.

Pentru a măsura efectul unei schimbări în volumul vânzărilor asupra profitabilităţii, se calculează **gradul levierului operaţional** (GLO); GLO (*degree of operating leverage*)

reprezintă raportul între modificarea procentuală a profiturilor din exploatare (EBIT) și modificarea procentuală a cifrei de afaceri:

$$GLO = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta Q / Q}$$

unde

ΔEBIT = creșterea profiturilor din exploatare (u.m.);

Q = producția (unități fizice);

ΔQ = creșterea producției (în unități fizice).

În cazul exemplului nostru, GLO pentru un spor al producției de la 700 la 800 de bucăți se calculează astfel:

$$GLO = \frac{\Delta EBIT /}{EBIT} \times \frac{Q}{\Delta Q} = \frac{40.000 - 30.000}{30.000} \times \frac{700}{800 - 700} = 2,33$$

Valoarea GLO de 2,33 arată că dacă numărul de unități produse și vândute crește cu 14,28% (de la 700 la 800 de bucăți), rata de creștere a profitului din exploatare (EBIT) va fi de 2,33 ori mai mare (adică 14,28 x 2,33 = 33,3 %).

Într-adevăr, în cazul nostru sporul EBIT este 10.000 u.m. (?EBIT = 40.000 – 30.000) și în mărime relativă 33,3%.

Analiza pragului de rentabilitate evidențiază o serie de **limite**[11] ce decurg din aplicarea în practică a acesteia și anume:

- cheltuielile fixe se repartizează asupra întregii producții și vor fi cu atât mai reduse pe unitatea de produs, cu cât volumul producției este mai mare. Ele se recuperează prin vânzările inițiale (realizate până la atingerea punctului critic). Însă, în realitate, cheltuielile fixe nu sunt constante pentru toate nivelurile de activitate. În asemenea cazuri, chiar dacă costurile fixe sunt direct proporționale cu volumul producției, modificarea costurilor totale generează un nou prag de rentabilitate;
- în condițiile economiei de piață, prețul de vânzare nu poate rămâne constant, datorită modificărilor specifice mediului concurențial. Astfel, în cazul scăderii cererii pe piață (neprevăzută de întreprindere), prețurile vor scădea. Acest fenomen va fi însoțit de întârzierea plăților, creșterea stocurilor, a provizioanelor pentru exploatare, cât și a celor pentru riscuri și cheltuieli. Ca urmare, cheltuielile relativ constante sporesc considerabil, iar profitul va înregistra o scădere semnificativă. În consecință, va crește nivelul pragului de rentabilitate, iar în reprezentarea grafică acesta se va deplasa spre dreapta pe axa absciselor;
- în cazul în care pe piață crește cererea de produse, atât prețurile, cât și profitul vor crește, determinând o scădere a punctului critic, deci o deplasare spre stânga pe axa absciselor.

[11] Vintilă, G. – *op. cit.*, p. 104.

În concluzie, punctul de echilibru nu reprezintă un concept static, nu există un punct critic absolut, ci un prag de rentabilitate cu un anumit orizont de calcul.

4.3.2. Riscul financiar

A. Capacitatea de mobilizare a împrumuturilor

Riscul financiar este legat de folosirea capitalului de împrumut. Cu cât gradul de îndatorare este mai mare, cu atât riscul financiar este mai ridicat pentru proprietarii firmei. Aşadar, riscul financiar exprimă incapacitatea firmei de a-şi onora obligaţiile financiare asumate printr-un contract de împrumut (plata ratelor scadente şi a dobânzii aferente).

În măsura în care întreprinderea se află într-o zonă de risc financiar din ce în ce mai pronunţat, ea este nevoită să adopte decizii prin care să-şi modifice strategia de finanţare. Aceasta impune existenţa unei capacităţi de mobilizare a resurselor financiare, ca suport al finanţării schimbărilor de anvergură ce vor urma.

Capacitatea de împrumut sau mai bine zis de mobilizare a împrumuturilor constituie, în contextul vieţii economice cotidiene, unul din elementele cheie ale capacităţii de mobilizare financiară a firmelor. Aceasta şi ca urmare a rolului şi importanţei ce s-a acordat creditului în general, creditului bancar în special, în cadrul mecanismului economico-financiar aplicat în ţările cu economie de piaţă consacrată.

Este evident că o firmă, căreia îi sunt de la început insuficiente resursele de finanţare obţinute pe calea autofinanţării (*cash-flow*) pentru a finanţa ceea ce am numit anterior o „manevră strategică" şi care nu poate face apel cu operativitate la un aport de capital propriu precum şi la un împrumut obligatar pe măsura aşteptărilor, este nevoită, în ultimă instanţă, să apeleze la împrumutul bancar. Bancherul, la rândul său, ştiut fiind faptul că riscul întreprinderii este în egală măsură şi riscul celui care finanţează (în cazul nostru creditează), cere **garanţii**. Acestea sunt reprezentate în final tocmai de valorile pe care el le recuperează prin soluţia extremă a vânzării, în situaţia în care debitorul său (întreprinderea) ajunge în punctul critic al dificultăţilor sale financiare, la faliment.

Fenomenul care se produce astăzi în viaţa firmelor din ţări cu economie consacrată nu este acela de constrângere din partea băncilor şi a limitării accesului la împrumutul bancar. Dimpotrivă, principiul care stă la baza relaţiei „bancă-client" are cu totul şi cu totul altă dimensiune. În esenţă, el se bazează pe raţionamentul: „client cu situaţie financiară bună – bancă prosperă", „bancă prosperă – servicii bancare de calitate pentru clienţi", chiar şi în cazul în care aceştia au dificultăţi financiare. Se apreciază că este de datoria băncii să-şi epuizeze toate mijloacele de care dispune pentru a contribui la prosperitatea financiară a clienţilor săi, iar în caz de dificultate la redresarea situaţiei acestora.

Cu toate acestea, nu trebuie să ne închipuim că băncile nu iau în seamă riscul atunci când împrumută clienţii şi că ele nu manifestă suficientă prudenţă în creditare.

Precizăm că ori de câte ori se solicită împrumuturi bancare pe termen mediu și lung destinate investițiilor, în prealabil bancherul va proceda de fapt la evaluarea capacității de împrumut a clientului său. Va începe prin a studia structura financiară și de capital a întreprinderii. Va stabili mai întâi dacă întreprinderea dispune de un fond de rulment net pozitiv suficient, ca o expresie și garanție a existenței echilibrului financiar funcțional, iar apoi va analiza gradul de îndatorare, prin intermediul a două rate considerate semnificative:

1. gradul de îndatorare pe termen lung, cuantificat prin raportul „capital permanent/datorii pe termen mediu și lung".

Se apreciază că în condițiile unei bune gestiuni, nivelul indicatorului nu poate fi inferior lui 2, de unde rezultă că regula aplicată este:

Capital propriu > Datorii pe termen mediu și lung (DTML)

2. gradul de autonomie financiară, stabilit potrivit raportului „capital propriu/capital împrumutat".

Nivelul său cifric se dorește a fi cât mai mare posibil, dar justificat economic, întrucât el pune în evidență tocmai dependența întreprinderii față de creditorii săi. Dacă este un nivel scăzut, acesta exprimă de fapt o subcapitalizare și, în consecință, va constitui o limită în privința alegerii și apoi a finanțări unei noi strategii.

Pentru a putea obține noi credite, rigorile activității bancare obligă întreprinderile să îndeplinească simultan două reguli considerate de bază ale structurii financiare (în calcule luându-se în considerare și creditul solicitat), și anume:

$$\frac{\text{Capital propriu}}{\text{Datorii pe termen mediu și lung (DTML)}} \geq 1 \qquad (1)$$

unde datoriile pe termen mediu și lung (DTML) includ toate împrumuturile cu scadența mai mare de un an, inclusiv anuitățile ce privesc creditul-bail, iar capitalul propriu include capital social și rezervele constituite în mod egal, obligatorii și facultative:

$$\frac{\text{Capital propriu}}{\text{Datorii pe termen mediu (DTM)}} \geq 0{,}66 \qquad (2)$$

unde datoriile pe termen mediu (DTM) se obțin prin diminuarea datoriilor pe termen mediu și lung (DTML) cu suma împrumuturilor cu scadența mai mare de cinci ani.

În cazul primei reguli, în unele opinii[12] se consideră că valoarea raportului $\frac{\text{Capital propriu}}{\text{Datorii pe termen mediu și lung(DTML)}}$ ar trebui să depășească valoarea 2; astfel, cu cât este mai mare valoarea acestui raport, cu atât sporește capacitatea întreprinderii de a recurge la îndatorare pe termen.

[12] Manolescu, Gh., Petre, I. – *Finanțele întreprinderii*, Editura Fundației „România de Mâine", București, 1999, p. 104.

Pe baza nivelului efectiv înregistrat de aceşti indicatori, bancherul determină mai întâi capacitatea teoretică de îndatorare a întreprinderii în cauză, obţinând astfel informaţia cu privire la posibilitatea acordării noului împrumut solicitat. Este evident că dimensiunea viitoarelor împrumuturi posibile de acordat va fi dată tocmai de ecartul pe care nivelul efectiv al indicatorilor menţionaţi mai sus îl înregistrează faţă de nivelul considerat limită 1 în primul caz; 0,66 în cel de-al doilea caz).

O dată ce a studiat structura financiară a întreprinderii şi a stabilit capacitatea teoretică de îndatorare, bancherul va începe o nouă fază a muncii sale de analiză. El va evalua capacitatea de rambursare a creditului. În acest scop va verifica mai întâi dacă suma cumulată a *cash-flow*-ului din perioada pentru care se solicită împrumutul egalează sau depăşeşte suma împrumutului solicitat. În caz contrar, cu toate asigurările pe care întreprinderea i le va da, el riscă ca la sfârşitul perioadei să rămână cu un sold nerambursat al împrumutului acordat. Aceasta numai dacă clientul său nu va avea capacitatea de a obţine noi împrumuturi pentru a rambursa pe cele contractate anterior.

Băncile urmăresc cu insistenţă existenţa unei coerenţe în privinţa rambursării împrumuturilor acordate, alegând şi respectând una din următoarele reguli considerate de bază:

$$\frac{\text{Resurse pentru autofinanţare ale exerciţiului}}{\text{Rambursarea de credite ale exerciţiului}} \geq 2 \qquad (1)$$

$$\frac{\text{Datorii pe termen mediu şi lung (DTML)}}{\text{Autofinanţare curentă}} \leq 3-4 \qquad (2)$$

Conform celui de-al doilea raport (2), îndatorarea totală nu trebuie să depăşească de 3 sau 4 ori autofinanţarea anuală.

Neîncadrarea nivelului cifric al indicatorilor în limitele precizate mai sus pune în evidenţă existenţa unui risc prea mare în privinţa rambursării viitorului împrumut ce se va acorda, întrucât în acest fel se dovedeşte că întreprinderea nu este capabilă să degajeze fluxuri băneşti, pe seama cărora să-şi reînnoiască, în măsura dorită, resursele de finanţare, printr-o exploatare normală a aparatului său productiv.

În finalul demersului său, bancherul mai are de rezolvat o problemă importantă, şi anume de a stabili **capacitatea de garantare materială a împrumutului** pe care o poate etala clientul său. Prin aceasta el verifică practic **garanţia materială** pe care o prezintă firma în cazul în care va ajunge în situaţia de a-i fi lichidate activele. Această capacitate poate fi definită printr-o **cotă** parte din imobilizări nete înscrise în bilanţul firmei, stabilită după ce s-a verificat valoarea de piaţă a acestora şi s-a luat în considerare faptul că, în caz de lichidare, o parte a valorii de lichiditate a întreprinderii va fi utilizată cu prioritate pentru acoperirea unor creanţe considerate privilegiate. Ca regulă însuşită de practica din ţările cu economie de piaţă consacrată se admite drept capacitate de garantare materială a împrumutatului o cotă de cel mult 50 la sută din imobilizările nete ale întreprinderii.

În concluzie se desprinde, ca o normă de lucru, faptul că bancherul stabilește capacitatea de împrumut a unei întreprinderi ținând seama de *o cotă*, reprezentând rata de îndatorare, pe de o parte, și *o sumă*, ce definește capacitatea de rambursare și de garantare, pe de altă parte.

Important este să subliniem că o dată stabilită, **capacitatea de împrumut** (bancar) este luată în considerare la determinarea capacității de mobilizare financiară a întreprinderii.

O dată definită, capacitatea de mobilizare financiară a întreprinderii, ca expresie a masei potențiale de resurse de finanțare la care aceasta poate avea acces la un moment dat, sau pentru o perioadă dată, este comparată cu cererea de resurse, rezultând în final posibilitatea sau, după caz, nonposibilitatea finanțării integrale a manevrei strategice dorite, menită, în concepția managerului său, să contribuie la susținerea sistemului întreprinderii în mediul economic în care el acționează.

B. Riscul operațiunilor financiare (pe termen scurt, mediu și lung)

Riscul operațiunilor financiare pe termen scurt poate fi evidențiat prin următoarele trei categorii de **riscuri**[13]: riscul lipsei de lichiditate, riscul lipsei de rentabilitate, riscul de înghețare (blocaj).

Riscul lipsei de lichiditate este riscul ruinării clientului și, deci, al pierderii împrumuturilor de către bancă. Depozitele din bilanț pot deveni sursa unor litigii multiple, în măsura în care întreprinderea intră în lichidare. Prin urmare, după declanșarea procedurii de faliment, creditele vor fi „înghețate", depozitele bancare folosite ca garanții vor fi executate silit, fapt care va duce la reducerea mărimii sau chiar la lichidarea lor.

Riscul de „înghețare" (blocare) apare atunci când întreprinderea este incapabilă să ramburseze creditele la scadența prevăzută, astfel că banca va suspenda procedura de continuare a creditării și va mobiliza fondurile proprii ale întreprinderii constituite ca depozite. În acest caz, diagnosticul financiar va ține seama de cuantumul fondurilor proprii, mărimea fondului de rulment, credibilitatea financiară a managerilor. De asemenea, trebuie prevăzute resursele și nevoile de finanțare viitoare, pornind de la datele actuale și cele previzionate.

Riscul lipsei de rentabilitate se manifestă în cazul debitorilor care nu sunt capabili să-și achite dobânzile la credite decât apelând la credite bancare suplimentare și este posibil atunci când întreprinderea înregistrează o criză de trezorerie. Pentru a evalua acest risc se verifică dacă:

- veniturile cresc mai rapid decât cheltuielile;
- îndatorarea rămâne suportabilă atât ca mărime, cât și ca rată;
- excedentul de trezorerie al exploatării este superior impozitului, cheltuielilor financiare și rambursării majorității împrumuturilor.

La rândul său, **riscul operațiunilor financiare pe termen lung** urmărește ca dezechilibrele să nu devină structurale. De aceea pentru o firmă este important să se asigure că funcționarea sa și riscul proiectelor derulate nu antrenează o degradare a

[13] Manolescu, Gh. – Petre, I. – *op. cit.*, p. 125.

structurii pasivului şi dispariţia fondurilor proprii. Pentru a garanta solvabilitatea finală, întreprinderea trebuie să rămână rentabilă.

În cazul unei întreprinderi normale, fluxurile rezultatelor actuale şi viitoare trebuie să fie suficiente pentru a nu modifica raporturile între creditori şi acţionari, într-un grad care riscă să pună în pericol echilibrul structurii financiare, adică raportul dintre datoriile totale şi fondurile proprii. În acest sens, pot fi evidenţiate unele **cazuri**[14] caracteristice şi anume:

- investiţia este supradimensionată în raport cu nevoile de finanţare şi dimensiunea întreprinderii. În acest caz, întreprinderea va fi incapabilă să rentabilizeze activele de producţie datorită capacităţii de absorbţie insuficientă a pieţei. Astfel, va suporta costuri de funcţionare şi cheltuieli financiare suplimentare pe termen scurt, însă marjele comerciale vor rămâne un timp moderate;
- rata de creştere sau rentabilitatea prevăzută este prea mică pentru a justifica mărimea investiţiei;
- există incompatibilitate între rata de creştere prevăzută şi nevoile de capitaluri corespunzătoare şi condiţiile economice şi financiare ale întreprinderii;
- cererea de finanţare externă limitată de o atitudine prudentă sau de capacitatea de îndatorare a firmei este însoţită de o mobilizare excesivă a fondurilor proprii.

Dacă întreprinderea se menţine rentabilă, atunci va avea solvabilitate, iar solvabilitatea finală (la sfârşitul perioadei de rambursare a unui credit) depinde de capacitatea de rambursare şi de fluxurile de lichidităţi pe care întreprinderea le va genera.

În analiza riscului operaţiunilor financiare pe termen lung, un rol deosebit revine aprecierii **riscului conjunctural**. Riscul conjunctural este evenimentul care întotdeauna poate să apară, iar pentru a face faţă neprevăzutului, întreprinderea va trebui să aibă capacitatea de a mobiliza resurse excedentare. Autonomia financiară şi prestaţia managerilor joacă un rol mare în aprecierea acestui risc. Va fi necesară analiza bilanţului şi contului de profit şi pierderi, pentru a pune în evidenţă lichiditatea şi solvabilitatea firmei. Aceste analize va trebui să fie completate prin:

- compararea riscurilor creditelor bancare cu cele acceptate de către întreprindere;
- compararea mărimii creditelor bancare amortizate cu mărimea nevoii de fond de rulment al exploatării;
- examinarea mişcărilor înregistrate în conturile bancare, a ratelor de rambursare a creditelor şi a datelor privind situaţia riscurilor.

4.3.3. Metode de apreciere a riscului de faliment al întreprinderii

Practica financiară a ţărilor cu economie de piaţă a impus necesitatea previzionării a ceea ce americanii numesc *financial distress*, adică dificultăţi financiare. Este vorba în mod deosebit de evaluarea riscului de faliment şi, în consecinţă, de „protejarea" prin cunoaşterea şi gestionarea acestui risc, a plasamentelor de capital pe care investitorii şi creditorii le-au efectuat în diverse întreprinderi.

[14] Manolescu, Gh., Petre, I. – *op. cit.*, p. 126.

Urmărindu-se în timp evoluția nivelului înregistrat al acestora, în cazul întreprinderilor falimentare, cât și nonfalimentare, s-a ajuns la concluzia că următoarele rate, prin nivelul lor cifric scăzut, pot pune în evidență dificultățile financiare ale firmei și, în consecință, pot fi folosite în prevenirea falimentului:

$$1.\frac{\text{Fondul de rulment}}{\text{Active totale}}$$

$$2.\frac{\text{Active circulante}}{\text{Datorii pe termen scurt}}$$

$$3.\frac{\text{Capital propriu (situație netă)}}{\text{Datorii totale (capital împrumutat)}}$$

$$4.\frac{\text{Autofinanțarea}}{\text{Datorii totale (capital împrumutat)}}$$

Într-un astfel de demers se recurge la o analiză a caracteristicilor financiare calculate sub forma ratelor, surprinzându-se, în acest fel, punctele tari și cele slabe ale gestiunii financiare, iar apoi la stabilirea unui scor (nivel cifric) care, comparat cu un „prag matematic" rezultat din observațiile făcute pe o colectivitate largă de firme, permite o cât mai bună aproximare a apariției riscului de faliment la întreprinderea studiată.

Wiliam Beaver, în studiul său întreprins în SUA asupra situației financiare a 79 de întreprinderi, a constatat diferențe extrem de mari la aceleași rate, calculat atât pentru întreprinderile falimentare, cât și pentru cele nonfalimentare. La rândul său, **Edward Altman**, folosindu-se de analiza discriminatorie a ratelor, a clasificat corect într-un procent de 95% cifra de 66 de întreprinderi studiate, înainte de a deveni falimentare. Atât studiile lui W. Beaver, cât și ale lui E. Altman au pus în evidență posibilitatea utilizării colective a indicatorilor selectivi, construiți sub forma ratelor, în prevederea falimentului. În mod deosebit ne oprim asupra modelului lui E. Altman care a reușit să construiască un indice al falimentului bazat pe ponderea, cu grade de importanță, a următorilor **cinci indicatori financiari selectivi**:

$$X_1 = \frac{\text{Fondul de rulment}}{\text{Active totale}}, \text{ponderat cu } 1{,}2$$

$$X_2 = \frac{\text{Rezerve}}{\text{Active totale}}, \text{ponderat cu } 1{,}4$$

$$X_3 = \frac{\text{Profit brut (din exploatare)}}{\text{Datorii totale}}, \text{ponderat cu } 3{,}3$$

$$X_1 = \frac{\text{Capital social (valoare de piață)}}{\text{Datorii totale (capital împrumutat)}}, \text{ponderat cu } 0{,}6$$

$$X_5 = \frac{\text{Cifra de afaceri}}{\text{Active totale (capital total)}}, \text{ ponderat cu 1,0}$$

Potrivit metodologiei lui E. Altman, nivelul cifric al fiecărei caracteristici financiare X se exprimă în termeni procentuali. În urma acestui demers, E. Altman a construit funcția ZETA sub forma:

$$Z = 0{,}012 \times X_1 + 0{,}014 \times X_2 + 0{,}033 \times X_3 + 0{,}006 \times X_4 + 0{,}001 \times X_5$$

Această funcție reprezintă de fapt indicele falimentului. Esența lui constă în aceea că reprezintă suma ponderată a unor caracteristici financiare ale întreprinderii, considerate de bază. În situația în care se introduce în modelul funcției nivelul critic al caracteristicilor financiare X, specifice unei firme studiate și se obține un rezultat mai mare decât 2,675 – considerat în studiul statistic al lui E. Altman drept un prag – atunci întreprinderea este calificată drept nonfalimentară, ea fiind apreciată ca având o situație financiară sănătoasă. Dimpotrivă, dacă rezultatul este inferior lui 2,675, întreprinderea se consideră expusă falimentului, întrucât ea prezintă o situație financiară slabă, iar sistemul său a devenit lipsit de coerență.

Este necesar să subliniem că modelul Altman, prin caracteristicile financiare introduse în funcția ZETA, reține ca având o importanță deosebită pentru aprecierea sănătății financiare a întreprinderii mărimea fondului de rulment, rezervele (ca bogăție acumulată de întreprindere în perioadele precedente), rentabilitatea activității sale, gradul de îndatorare și viteza de rotație a capitalului său. De altfel, așa cum am mai văzut, aceste variabile sunt cele mai semnificative date ce se iau în considerare în analizele financiare pe care specialiștii, oamenii de afaceri și băncile le întreprind în activitatea lor curentă. Importanța acestor indicatori, ca de altfel a metodei Altman însăși, este dată de faptul că s-a reușit clasificarea a 95% din întreprinderile falimentare cu un an înainte de producerea propriu-zisă a falimentului, 72% cu doi ani înainte și 30% cu cinci ani înainte.

Studiile întreprinse, în ciuda faptului că au condus la clasamente care nu au avut întotdeauna coerența necesară, au demonstrat că există posibilități de a analiza riscul pe care îl prezintă o întreprindere, pornind de la un ansamblu de indicatori selectivi, de natura celor prezentați anterior. Este adevărat că metodele prezentate au și limite pe care autorii lor nu le contestă. O întreprindere, o dată clasată ca falimentară, poate evolua în continuare diferit, fie defavorabil, fie încercând să fie viabilă. Important este însă că aceste metode trebuie să fie considerate drept instrumente de lucru care vin să sprijine decizia. De aceea este absolut normal să se manifeste un interes deosebit atât pentru modul de construire a setului de indicatori ce urmează a se utiliza, cât și pentru o interpretare prudentă a evoluției viitoare a situației financiare a întreprinderilor analizate. Aceasta întrucât metoda indicatorilor selectivi, respectiv a ratelor, chiar și atunci când se face uz de ea în aprecierea riscului falimentului, nu reprezintă decât un mijloc de analiză a situației întreprinderii, alături de alte modalități posibile folosite în înfăptuirea managementului firmei.

Capitolul 5
MANAGEMENTUL FINANCIAR AL FIRMELOR AFLATE ÎN DIFICULTATE

5.1. Consideraţii generale

Societatea comercială se constituie pentru a desfăşura o activitate a cărei durată este stabilită în actele constitutive. Uneori, durata se prelungeşte chiar şi după decesul asociaţilor care au constituit societatea. Încă din perioada antică, a apărut problema reacţiei faţă de un comerciant a cărui activitate necorespunzătoare afectează viaţa economică. Astfel, dreptul roman a introdus primele reglementări, care mai târziu au determinat apariţia instituţiei falimentului, respectiv vânzarea în bloc a bunurilor datornicului în favoarea creditorilor.

Tradiţia dreptului roman a fost preluată şi dezvoltată în Evul mediu, în special în oraşele italiene. Astfel, comercianţii se bucurau de anumite avantaje în ceea ce priveşte obţinerea creditelor, dar în situaţia în care abuzau sau nu puteau restitui la scadenţă sumele împrumutate erau consideraţi infractori şi sancţionaţi cu închisoare.

În anul 1673, Ludovic al XIV-lea pune bazele instituţiei falimentului, printr-o ordonanţă privind comerţul terestru, ce cuprindea şi dispoziţii referitoare la faliment şi bancrută. Însă prima reglementare completă a falimentului a apărut în Codul Comercial Francez din 1807. Prin acesta se urmăreau două scopuri: pe de o parte, asigurarea plăţii datoriilor faţă de creditori, iar pe de altă parte pedepsirea falitului. Prevederile Codului Comercial Francez au fost preluate în anul 1882 de Codul Comercial Italian, iar prin intermediul acestuia din urmă şi de Codul Comercial Român din 1887.

Începând cu a doua jumătate a secolului XX, concepţia privind tratamentul aplicabil comerciantului în dificultate a suferit mutaţii importante. S-a admis că existenţa unor dificultăţi financiare nu poate fi imputată întotdeauna comerciantului, deci devine oportună salvarea acestuia. Acţiunea poate fi benefică şi pentru creditorii comerciantului, deoarece aceştia au mai multe şanse de a-şi recupera creanţele, chiar cu întârziere, decât urmând procedura lichidării patrimoniului debitorului. Astfel a apărut ideea redresării juridice a activităţii.

În ţara noastră, falimentul a fost mai întâi reglementat în anul 1817 prin Codul Caragea şi ulterior prin Codul Calimachi, care vorbesc pentru prima dată de **falitul bancrutar.** În anul 1840 este adoptată în Muntenia, iar în anul 1864 în Moldova, prima lege românească completă a falimentului, sub denumirea de Condica pentru Comerciu. Aceasta este o traducere a dispoziţiilor privitoare la faliment din Codul Comercial Francez.

Folosind ca model Codul Comercial Italian, în anul 1887 se adoptă Codul Comercial Român, care în Cartea III „Despre faliment" prezintă **instituţia falimentului.** Conform noii reglementări, falimentul era o procedură de executare silită asupra bunurilor unui comerciant care a încetat plata datoriilor sale. Falimentul era declarat prin hotărâre judecătorească la cererea debitorului, a creditorilor săi sau din oficiu. Organele implicate

în procedura falimentului erau instanţa judecătorească, judecătorul-sindic şi adunarea creditorilor.

5.2. Reglementarea falimentului şi efectele sale în ţara noastră în perioada postdecembristă

În perioada postdecembristă, a lipsit vreme îndelungată cadrul legal cu privire la falimentul întreprinderilor. Legea reorganizării judiciare şi a falimentului a apărut relativ târziu, în anul 1995 (Legea nr. 64/1995), şi a fost modificată prin Legea nr. 82/2003 şi Legea nr. 149/2004. Dispoziţiile acestei legi s-au aplicat la 60 zile de la publicarea ei în Monitorul Oficial, abrogând prevederile Codului Comercial în materie.

Atitudinea legiuitorului este discriminatorie, deoarece protejează acţiunile statului, făcându-le rentabile cu orice preţ, generând artificii financiare de acoperire prin bugetul statului a numeroaselor pierderi înregistrate de întreprinderile nerentabile. Se invocă adesea soluţia „miraculoasă" a preluării la datoria publică a „găurilor negre" din economia naţională, cu impact, în ultimă instanţă, asupra bugetului contribuabilului, fapt care contravine regulilor economiei concurenţiale, deoarece acoperă lipsa de performanţă a întreprinderilor de stat şi le încurajează atitudinea de tip monopolist.

Or, aşa după cum afirma F. A. von Hayek, „acolo unde puterea s-ar cuveni să frâneze şi să controleze monopolul, devine interesată în ocrotirea şi apărarea funcţionarilor numiţi de ea, unde pentru ca guvernanţii să remedieze un abuz trebuie să-şi asume răspunderea recunoaşterii comiterii lui, există puţine speranţe ca monopolul să devină slujitorul comunităţii".[1]

Deşi atitudinea despre stat este fundamentală în procesul edificării economice de piaţă, „atotputernicia statului" nu mai este în concordanţă cu vremurile actuale. Conceptul de „bună guvernare"[2] (*good governance*) a căpătat, după cum susţine Michel Camdessus, **noi direcţii** de acţiune urmărind:

- **dezvoltarea activităţii sectorului privat,** prin eliminarea monopolului statului şi stabilirea unor reglementări mult mai simple şi mai transparente;
- **reducerea cheltuielilor neproductive** (cuprinzând privilegiile acordate întreprinderilor de stat) şi punerea accentului pe dezvoltarea investiţiilor umane şi materiale;
- instalarea unui **dialog** mai sistematic cu piaţa muncii şi restul societăţii civile.

În prezent, prin abrogarea dispoziţiilor cuprinse în art. 129 din Legea 64/1995 (abrogare intervenită prin Legea nr. 149/2004), societăţile comerciale cu capital majoritar de stat sunt supuse reglementării Legii nr. 64/1995, cu modificările ulterioare. Totodată, procedura reorganizării judiciare şi a falimentului nu se aplică regiilor autonome; legiuitorul a prevăzut că procedura aplicabilă regiilor autonome aflate în insolvenţă se va stabili prin lege specială.

---

[1] Hayek, F. A. – *Drumul către servitute*, Editura Humanitas, Bucureşti, 1993, p. 220.

[2] Lepage, H., Wajsman, P. – *Vingt economistes face a la crise*, Édition Odile Jacob, Paris, 1999, p. 29.

Deşi falimentul este un fenomen absolut normal într-o economie de piaţă, în ţara noastră încă nu a ajuns să facă parte din „regula jocului"; orice investitor doreşte să ştie nu numai cum intră într-o afacere, ci şi cum iese dintr-o afacere derulată cu o societate care dă faliment. Numărul falimentelor este un indicator esenţial în evaluarea gradului de funcţionalitate al unei economii. "Economiştii arată că este normal ca într-o economie de piaţă un procent de 2-6% din toate firmele să dea faliment într-un an."[3]

De exemplu, în anul 2001, în 17 ţări din Europa de Vest, numărul falimentelor[4] s-a ridicat la aproape 200.000 de cazuri, cu 5,9% mai multe decât în anul 2000. Cele mai multe cazuri au fost în Germania (aproape 50.000) şi Marea Britanie (48.337), adică ţări puternic dezvoltate. În schimb, în România, numărul falimentelor a fost de şase ori mai mic, doar 35.000 de proceduri de faliment fiind declanşate în perioada 1996-2001. Situaţia nu s-a îmbunătăţit sub acest aspect nici în perioada următoare anului 2001. Astfel, în anul 2004, în România s-au înregistrat 3.982 de falimente[5], la un număr total de 690.000 agenţi economici înregistraţi la Registrul Comerţului. Cele mai multe falimente au fost în zona de centru a ţării, respectiv 26,85%, urmată de zona de sud-est, cu o pondere de 19,56%.

O analiză succintă a domeniilor cu cele mai mari rate de faliment este prezentată în **Tabelul nr. 9.**

Domeniu de activitate	% din total falimente		Deviaţie
	2003	2004	2004/2003
comerţ cu ridicata şi distribuţie	19,30	20,14	0,84
agricultură, silvicultură, vânătoare şi pescuit	17,77	19,69	1,92
industria alimentară şi a băuturilor	11,89	13,18	1,29
comerţ cu amănuntul	14,83	12,38	– 2,45
fabricarea produselor textile, a articolelor de îmbrăcăminte şi încălţăminte	5,98	5,85	– 0,13

Tabelul nr. 9
Domeniile cu cele mai mari rate de faliment în România

Sursa: Coface Intercredit România, 2005

După cum se observă din **Tabelul nr. 9**, comerţul este domeniul cel mai expus falimentului; situaţia României este similară cu cea a ţărilor centrale şi est-europene, unde comerţul (cu ridicata şi cu amănuntul), construcţiile, serviciile administrative şi transporturile se confruntă cu cel mai mare risc de faliment.

[3] Paşca, V. – *Bancruta frauduloasă*, Editura Lumina Lex, Bucureşti, 2005, p. 6.
[4] *Ziarul financiar*, 30 noiembrie 2002.
[5] Sursa: Coface Intercredit România.

La polul opus, respectiv domeniile cu cele mai mici rate de faliment, în ţara noastră sunt poşta şi telecomunicaţiile, urmate de informatică şi activităţi conexe, conform datelor prezentate în **Tabelul nr. 10.**

Domeniu de activitate	% din total falimente		Deviaţie
	2003	2004	2004/2003
poştă şi telecomunicaţii	0,33	0,38	0,05
informatică şi activităţi conexe	0,30	0,13	– 0,17
sănătate şi asistenţă socială	0,13	0,18	0,05
producţie şi furnizare de energie electrică şi termică, apa şi gaze	0,10	0,13	0,03
asanare şi îndepărtarea gunoaielor, salubritate şi activităţi similare	0,05	0,05	0,00

Tabelul nr. 10
Domeniile cu cele mai mici rate de faliment în România

Sursa: Coface Intercredit România, 2005

În aceasta situaţie, nu mai există similitudini cu ţările centrale şi est-europene, unde domeniile cu cele mai mici rate de faliment sunt: edituri şi tipografii, sectorul imobiliar, construcţiile de maşini, procesarea datelor şi IT.

Indiferent de domeniile expuse mai mult sau mai puţin falimentului, una din recomandările aduse ţării noastre prin Rapoartele de ţară ale Comisiei Europene (în anii 2004 şi 2005) o reprezintă necesitatea progresului în ceea ce priveşte aspectele legale şi administrative legate de mediul de afaceri, inclusiv prin aplicarea deciziilor referitoare la faliment. Însăşi aplicarea procedurii de faliment trebuie ameliorată, deoarece timpul mediu de executare a unei creanţe este de 335 de zile, iar până la executarea efectivă a acesteia se derulează 43 de proceduri intermediare.

5.3. Starea de eşec a firmei şi fundamentarea deciziei financiare în caz de faliment

În viaţa economică a unei firme pot să apară momente de regres şi chiar de eşec, care să ducă la punerea sub supraveghere financiară, reorganizare/restructurare şi, în final, lichidare. Eşecul poate fi interpretat în mai multe feluri, în funcţie de problemele pe care le implică sau de situaţia cu care se confruntă firma. Nu întotdeauna eşecul implică în mod necesar colapsul şi dizolvarea unei firme, asociată cu o pierdere în investiţia totală a creditorilor. În acest sens, este necesară clarificarea următorilor termeni[6]:

[6] Halpern, P. ş.a. – *Finanţe manageriale*, Editura Economică, Bucureşti, 1998, p. 882.

- **eşecul economic** semnifică faptul că veniturile unei firme nu acoperă costurile totale, inclusiv costul capitalului;
- **eşecul firmei** se referă la orice firmă care şi-a încetat activitatea, având ca rezultat o pierdere pentru creditori;
- **insolvabilitate tehnică**. O firmă este considerată insolvabilă tehnic dacă nu poate îndeplini obligaţiile curente pe măsură ce devin scadente. O companie aflată în această situaţie este considerată în încetare tehnică de plată a obligaţiilor. Insolvabilitatea tehnică denotă lipsa de lichiditate şi poate fi o situaţie temporară. Ea oferă însă creditorilor un semnal privind apariţia dificultăţilor financiare la clienţi;
- **insolvabilitatea în faliment** apare atunci când într-o întreprindere totalul datoriilor depăşeşte valoarea reală a activelor. Această situaţie este mult mai gravă decât insolvabilitatea tehnică, deoarece generează lichidarea firmei.

În reglementarea română a procedurii reorganizării judiciare şi a falimentului se face distincţie între **insolvenţă** şi **insolvabilitate. Insolvenţa** este acea stare a patrimoniului debitorului care se caracterizează prin insuficienţa fondurilor băneşti disponibile pentru plata datoriilor exigibile. Ea poate fi vădită şi iminentă:

- insolvenţa este prezumată ca fiind **vădită** atunci când debitorul, după 30 de zile de la scadenţă, nu a plătit datoria sa faţă de unul sau mai mulţi creditori;
- insolvenţa este **iminentă** atunci când se dovedeşte că debitorul nu va putea plăti, la scadenţă, datoriile exigibile angajate cu fondurile băneşti disponibile la data scadenţei.

Insolvenţa nu înseamnă insolvabilitate, atâta vreme cât debitorul deţine in patrimoniu bunuri care pot fi executate silit, pentru a-şi plăti datoriile faţă de creditori. **Insolvabilitatea** constă în imposibilitatea debitorului de a-şi îndeplini obligaţiile faţă de creditori atât din lipsa lichidităţilor, cât şi a altor bunuri din care să fie satisfăcute creanţele creditorilor. Practic, pasivul (datoriile) este mai mare decât activul (drepturile) patrimoniului. Aşadar, starea de insolvabilitate reglementată de legislaţia română este totuna cu insolvabilitatea în faliment, în timp ce insolvenţa este totuna cu insolvabilitatea tehnică, abordată anterior.

Eşecul economic la unei firme este cauzat de mai mulţi factori, dintre care se pot enumera:

1. incompetenţă şi greşeli de conducere (60%);
2. evoluţia nefavorabilă a pieţei (circa 20%);
3. fenomene naturale, incendii, calamităţi, cutremure (10%);
4. alte cauze (10%).

Se observă că principala cauză are în vedere greşelile în procesele de conducere şi de cunoaştere a pieţei. De aceea, managerii trebuie să identifice din timp semnale ale deteriorării situaţiei financiare a întreprinderii cum sunt:

- obţinerea de rezultate financiare nete negative;
- existenţa unui fond de rulment negativ;
- imposibilitatea rambursării creditelor la scadenţa normală;
- falimentul unor furnizori sau clienţi importanţi pentru întreprindere;
- disponibilitatea redusă sau indisponibilitatea unui conducător;
- persistenţa unor greve.

Cadrul legal privind funcționarea societăților comerciale, precum și Legea insolvabilității întreprinderilor prevăd posibilitatea declarării stării de faliment pentru firmă după ce se realizează, în prealabil, acțiuni de supraveghere, de reorganizare și de restructurare- reprofilare.

Falimentul este o procedură juridică pentru reorganizarea sau lichidarea unei firme, când reorganizarea sau lichidarea sunt organizate de tribunale speciale. Falimentul poate fi de două tipuri:

- **voluntar**, când firma falită înaintează o cerere instanței judecătorești. În această situație, nu există ordin de supraveghere și administratorul averii/sindicul este numit direct;
- **involuntar**, când creditorii firmei înaintează o cerere către instanța judecătorească și dovedesc că debitorul nu onorează datoriile la scadență. În această situație, instanța instituie ordinul de supraveghere asupra debitorului și numește administratorul averii.

Creditorii pot să anticipeze incapacitatea debitorului de a-și îndeplini obligațiile la scadență pe baza actelor de faliment pe care acesta le-a comis și care sunt următoarele:

- **transferul fraudulos** reprezintă un transfer de proprietăți către un terț în condiții necorespunzătoare și cu intenția de a-i prejudicia pe creditori;
- **transferul preferențial** reprezintă transferul de bani sau active de către un debitor insolvabil către un creditor, dând creditorului o parte mai mare a datoriilor decât vor primi alți creditori la lichidare. Transferul preferențial se mai numește „preferință frauduloasă";
- **ascundere sau îndepărtare**. Ascunderea se referă la ascunderea unor proprietăți cu intenția de a prejudicia creditorii. Îndepărtarea proprietăților are în vedere tot prejudicierea creditorilor;
- **atribuirea**. Dacă un debitor face o atribuire generală în beneficul creditorilor, există un act de faliment. Aceasta permite creditorilor care nu au încredere în procesul de atribuire al debitorului să transforme această tranzacție într-un faliment involuntar;
- **plecare subită**. Dacă debitorul dispare pentru a înșela sau întârzia pe creditori, atunci poate fi depusă o cerere de faliment;
- **admiterea la adunare a creditorilor**. Debitorul comite un act de faliment dacă, la o adunare a creditorilor, prezintă o declarație de active și datorii care arată că este insolvabil sau admite în scris că este incapabil să plătească datoriile;
- **comunicarea către creditori**. Dacă debitorul comunică oricărui creditor că a suspendat sau va suspenda plățile datoriilor, are loc un act de faliment;
- **ordin executor**. Dacă debitorul nu răscumpără bunurile care i-au fost sechestrate printr-un ordin de execuție emis împotriva sa, există un act de faliment;
- **insolvabilitatea tehnică** este cel mai obișnuit act de faliment și are loc atunci când debitorul este incapabil să îndeplinească, în general, condițiile contractelor de îndatorare la scadență.

În acest moment, creditorii trebuie să ia decizia dacă vor dizolva compania prin procedura de lichidare sau o vor menține în viață printr-o reorganizare. Această decizie depinde de determinarea valorii firmei în condițiile în care este reabilitată, față de valoarea activelor sale, dacă acestea sunt vândute separat. Prin urmare, alegerea creditorilor va

depinde de severitatea suferinței financiare, de complexitatea structurii financiare existente și de mărimea firmei.

Creditorii vor avea **trei opțiuni** disponibile:

1. creditorii, prin negocieri cu firma, fie prelungesc perioada de timp pentru plata dobânzii și/sau a împrumutului, fie reduc rata dobânzii la datoriile scadente. Ambele procedee micșorează povara financiară asupra firmei și îi permit să continue exploatarea; în plus, creditorii contractează costuri minime de tranzacție și cu plata avocaților. Această opțiune se alege atunci când suferința financiară este temporară, firma având o situație economică bună, iar echipa managerială prezintă încredere în fața creditorilor. Această opțiune este utilizată pentru firmele cu structuri simple ale capitalului, care au un număr redus de creditori și are ca efect reorganizarea voluntară a plății datoriilor;

2. instituirea regimului de supraveghere. Aceasta este o procedură mai scumpă decât prima opțiune și se practică în cazuri de suferință financiară mai severă. Astfel, după instalarea sindicului, creditorii trebuie să decidă dacă firma „valorează mai mult moartă decât în viață". Dacă valoarea de piață estimată a firmei care și-ar continua activitatea este mai mică decât valoarea de lichidare, firma trebuie lichidată și încasările distribuite conform unui algoritm dinainte stabilit. În caz contrar, dacă valoarea de piață estimată a firmei care se menține în viață este mai mare decât valoarea de lichidare, trebuie aplicat un plan de restructurare economică. Se are în vedere inclusiv reorganizarea aranjamentelor financiare, pentru a reduce datoriile firmei, chiar dacă fiecare clasă de creditori poate pierde o parte din investițiile inițiale. În multe cazuri, condițiile unui angajament reușit implică înlocuirea conducerii existente, lichidarea anumitor active și emisiunea către creditori de noi valori mobiliare, ale căror randamente să fie dependente de succesul companiei.

3. utilizarea remediului legal oferit de legea falimentului, prin care firma este declarată falită și lichidată, în final, prin aplicarea regulilor specificate în această lege.

Dacă creditorii au ales de la început această opțiune, este posibil ca proprietarii firmei să mai facă un ultim efort de a salva firma.

Astfel, ei pot prezenta creditorilor o propunere de reorganizare. Dacă aceștia ajung la concluzia că firma valorează mai mult moartă decât vie, propunerea este respinsă și firma este lichidată. Opțiunea respectivă este utilizată mai ales în cazul **firmelor mici**.

În cazul **companiilor mari**, proprietarii au o anumită influență în acest proces. Dispunând de resurse financiare, ei pot apela la consultanță contabilă și juridică, pot cere instanței judecătorești o anumită protecție în vederea elaborării unui nou plan de reorganizare pentru a-l prezenta atât creditorilor, cât și justiției. În mod concret, proprietarii unor companii mari apelează la tot felul de măsuri pentru a stopa orice acțiune a creditorilor, care nu pot întreprinde nimic în această perioadă. Dacă propunerea este respinsă, firma este falită și urmează lichidarea.

Pentru fundamentarea unei decizii financiare în caz de faliment, serviciul financiar procedează la determinarea majorității informațiilor financiare.

La început, prin cercetarea legislației privind funcționarea firmelor, a legii falimentului și a altor prevederi juridice și financiare, se stabilesc informațiile metodologice. Pe baza acestora, se determină ulterior informațiile privind cheltuielile financiare și veniturile

financiare. Informaţiile privind cheltuielile financiare se referă la cheltuielile pentru administrarea procesului de falimentare şi la eventualele organizări şi restructurări şi se determină prin procedeul devizului. Obligaţiile de plată se referă la: plata sumelor faţă de creditori şi a proporţiei acestora, plata salariilor pentru personal şi la nivelul prevăzut de legea falimentului, plata impozitelor şi taxelor restante către bugetul central şi cel local.

Informaţiile privind veniturile financiare sunt determinate de valoarea de piaţă a activului vândut prin licitaţie publică de administraţia procesului de falimentare. Decizia financiară privind falimentul face parte din documentaţia care însoţeşte falimentarea firmei, fiind ultima repartiţie financiară în numele agentului economic în cauză.

5.4. Conţinutul procedurii reorganizării judiciare şi a falimentului

Procedura reorganizării judiciare şi a falimentului începe atunci când un debitor este incapabil să îndeplinească sau se poate prevedea incapacitatea de îndeplinire, la timp, a obligaţiilor de plată către debitori. În această situaţie, apar următoarele întrebări:

1. Incapacitatea de îndeplinire a obligaţiilor de plată către debitor este o problemă temporară (insolvabilitate tehnică) sau este o problemă permanentă (insolvabilitate în faliment)?

2. Dacă valoarea pe termen lung a activelor a scăzut, rezultând pierderi economice, cine suportă respectivele pierderi?

3. Compania se găseşte în situaţia de „a valora mai mult moartă decât în viaţă„, altfel spus, firma va avea o valoare mai mare dacă este menţinută şi îşi continuă activitatea sau dacă este lichidată şi vândută pe bucăţi?

Procedura reorganizării judiciare şi a falimentului cunoaşte două faze distincte şi anume:

- reorganizarea activităţii debitorului sau lichidarea unor bunuri din averea lui până la stingerea pasivului;
- lichidarea patrimoniului în caz de faliment. Lichidarea în caz de faliment nu trebuie să fie precedată, în mod obligatoriu, de reorganizare judiciară, deci nu are caracter subsidiar.

Procedura reorganizării judiciare şi a falimentului începe pe baza unei cereri[7] introductive formulată fie de debitorul însuşi, fie de creditorii debitorului. **Debitorul** aflat în stare de insolvenţă este obligat să adreseze tribunalului o cerere pentru a fi supus dispoziţiilor legii în termen de maxim 30 de zile de la data apariţiei stării de insolvenţă. Starea de insolvenţă nu este iminentă în cazul în care debitorul a obţinut amânări de plată de la creditori, deşi nu are lichidităţi. Introducerea prematură, cu rea-credinţă, de către debitor a unei cereri de deschidere a procedurii are ca efect răspunderea patrimonială a acestuia pentru prejudiciile cauzate. Obiectul[8] cererii, în funcţie de opţiunea debitorului, poate consta în:

[7] Cererea introductivă mai poate fi formulată de Banca Naţională a României, de Comisia Naţională de Valori Mobiliare şi de Comisia de Supraveghere a Asigurărilor.

[8] Angheni, S., Volonciu, M., Stoica, C. – *Drept comercial*, ediţia a III-a, Editura All Beck, Bucureşti, 2004, p. 295.

- reorganizarea judiciară a activității conform unui plan, prin restructurarea activității sale sau prin lichidarea averii pentru satisfacerea creanțelor creditorilor;
- intenția de a intra în faliment.

Scopul cererii introductive este plata datoriilor pe care debitorul le are față de creditori. Debitorul nu are dreptul de a cere reorganizarea judiciară a societății dacă, în ultimii cinci ani, s-a mai făcut o astfel de cerere sau a constituit obiectul unei cereri introduse de creditori.

La rândul său, orice creditor care are o creanță certă (necontestată), lichidă (care constă, de regulă, în sume de bani) și exigibilă (care a ajuns la scadență), are dreptul să introducă la tribunal o cerere împotriva debitorului comerciant care timp de cel puțin 30 de zile a încetat să facă plățile. Ordonanța Guvernului nr. 38/2002, modificată prin Legea nr. 149/2004, prevede un plafon minimal al cuantumului creanțelor pentru a se putea deschide procedura, astfel:

- dacă creanța izvorăște din raporturi de muncă sau raporturi obligaționale civile, creanța trebuie să aibă un cuantum superior valorii însumate a șase salarii medii pe economie;
- în celelalte cazuri, creanța trebuie să aibă un cuantum superior echivalentului în lei a sumei de 3.000 de euro, calculat la data formulării cererii introductive;
- dacă există creditori care dețin creanțe din ambele categorii, cuantumul total al acestora nu poate fi superior valorii însumate a șase salarii medii pe economie.

Dacă debitorul nu este în stare de insolvență, judecătorul-sindic desemnat de președintele tribunalului va respinge cererea creditorului; dacă debitorul nu contestă în termen de cinci zile soluția dată de judecătorul-sindic conform căreia s-ar afla în insolvență, judecătorul-sindic va da o sentință prin care va dispune demararea procedurii.

De la data deschiderii procedurii nu se poate adăuga nicio dobândă ori cheltuială creanțelor, iar judecătorul-sindic va dispune indisponibilizarea acțiunilor sau părților sociale în registrele speciale de evidență sau în conturile înregistrate electronic. Dacă hotărârea de deschidere a procedurii rămâne irevocabilă, toate actele și corespondența emise de debitor, administrate sau lichidate, vor cuprinde în mod obligatoriu mențiunea „în insolvență" în limbile română, engleză și franceză. După intrarea în reorganizare judiciară sau faliment, actele și corespondența vor purta mențiunea „în reorganizare judiciară" sau, după caz, „în faliment".

Deschiderea procedurii ridică debitorului dreptul de administrare (adică dreptul de a-și conduce activitatea, de a-și administra bunurile și de a dispune de ele), cu excepția cazului când și-a manifestat intenția de reorganizare; dreptul debitorului de a-și conduce activitatea încetează întotdeauna în caz de faliment. Conducerea activității și administrarea averii debitorului se vor face de către administrator sau lichidator, după caz.

Dacă judecătorul-sindic consideră că cererile introductive sunt întemeiate și declară deschisă procedura, va adopta două măsuri de interes imediat și anume:

- notificarea tuturor creditorilor debitorului, a oficiului registrului comerțului unde debitorul este înmatriculat. Notificarea se va publica, pe cheltuiala averii debitorului, într-un ziar de largă circulație;

- stabilirea masei credale (a datoriilor debitorului), prin depunerea de către creditori a cererii de admitere a creanțelor. Toate creanțele vor fi supuse procedurii de verificare, cu excepția creanțelor bugetare care rezultă din titluri executorii, necontestate în termenele legale.

În cazul în care debitorul declară intenția de continuare a activității și nu intrarea în faliment, atunci trebuie să propună un **plan[9] de reorganizare**. Planul va indica perspectivele de redresare în raport cu posibilitățile și specificul activității debitorului, cu mijloacele financiare disponibile și cu cererea pieței față de oferta debitorului, cu interesele creditorilor și cu ordinea publică. Planul va mai indica modalitatea de lichidare a datoriilor, iar executarea sa nu va putea depăși doi ani socotiți de la data confirmării lui.

Dacă debitorul nu se conformează planului, administratorul sau oricare dintre creditori poate cere, în scris, judecătorului-sindic să aprobe începerea procedurii falimentului. Dispozițiile legale prevăd necesitatea furnizării de servicii (electricitate, gaze, apă, servicii telefonice etc.) pe timpul continuării activității debitorului în perioada de organizare. Cu toate acestea, la cererea creditorului-furnizor, judecătorul-sindic poate să dispună ca debitorul să depună o cauțiune la bancă ce nu va depăși 30% din costul serviciilor prestate debitorului și neachitate.

Trimestrial, debitorul sau administratorul trebuie să prezinte judecătorului-sindic rapoarte privind situația financiară a debitorului. În cazul nerespectării planului de către debitor sau dacă se constată pierderi în averea debitorului pe parcursul desfășurării activității sale, oricare dintre creditori poate solicita judecătorului-sindic să aprobe intrarea în faliment a activității debitorului.

Intrarea[10] în faliment se produce în următoarele cazuri:

- debitorul și-a declarat intenția de a intra în faliment ori nu și-a declarat intenția de reorganizare;
- debitorul și-a declarat intenția de reorganizare, dar nu a propus un plan de reorganizare, ori planul propus nu a fost acceptat și confirmat;
- nu au fost îndeplinite obligațiile de plată și celelalte sarcini asumate.

Ca urmare, judecătorul-sindic va pronunța dizolvarea societății debitoare și va dispune: ridicarea dreptului de administrare al debitorului, desemnarea unui lichidator, termenul maxim de predare a gestiunii averii de la debitor/administrator către lichidator, notificarea intrării în faliment.

5.5. Posibilități de evitare a falimentului prin adoptarea strategiilor de schimbare

Utilizarea strategiilor de schimbare reprezintă o practică des întâlnită, atât în țările cu economie de piață funcțională, cât și în cele aflate în tranziție. Adoptarea acestor strategii se impune atât în situații de criză, cât și în perioade favorabile, când întreprinderea este adaptată exigențelor mediului de afaceri, dar dorește să-și consolideze poziția, schimbând fundamental modul de finanțare. De cele mai multe ori însă, strategiile de schimbare sunt privite ca soluții de evitare a deteriorării situației financiare și, implicit, a falimentului.

---

[9] Planul mai poate fi propus de administrator, comitetul creditorilor, reprezentantul membrilor sau, după caz, al asociaților/acționarilor, în termen de 30 de zile de la data afișării tabelului definitiv al creanțelor.

[10] Angheni, S., Volonciu, M., Stoica, C. – *op. cit.*, p. 309.

Cu toate aceste avantaje, în mecanismul schimbării acţionează atât elemente care determină schimbarea, cât şi elemente care o frânează. Din prima categorie fac parte: schimbarea tehnologiei, explozia cunoaşterii, învechirea produselor, îmbunătăţirea condiţiilor de muncă, schimbarea structurii forţei de muncă; aceste elemente exercită presiuni pentru schimbare. La rândul lor, elementele care frânează schimbarea şi cultivă rezistenţa la schimbare sunt: mentalităţile învechite, frica de nou, teama de eşec, gradul redus de profesionalism şi blocajele mentale.

În principiu, o întreprindere aflată în dificultate poate recurge la următoarele strategii[11] de schimbare, cu impact asupra capacităţii de plată a acesteia şi a evoluţiei ei pe piaţă:

- strategii de schimbare în condiţii de inadaptare temporară;
- strategii de transformare şi reorientare;
- strategii de redresare sau de rentabilizare.

Primul tip de strategii se adoptă de către acele întreprinderi aflate temporar într-o situaţie nefavorabilă datorită unor fenomene conjuncturale nefavorabile , dar care pot fi depăşite în viitor prin adoptarea unor obiective şi măsuri concrete de acţiune. Adoptarea unei astfel de strategii se bazează pe elaborarea unui diagnostic corect, care să susţină unele manifestări avangardiste, de lansare a unor produse noi pe pieţe subdezvoltate sau în expansiune. Totodată, un asemenea diagnostic se constituie într-un argument convingător pentru manageri de a se lansa în afaceri care pot răsplăti curajul prin adoptarea unor decizii în condiţii de risc şi incertitudine, asigurând redresarea economică.

În ţara noastră, o întreprindere care a aplicat o strategie de inadaptare temporară şi a reuşit să depăşească starea de dificultate este SC General Fluid SA. Societatea a adoptat o atitudine avangardistă, prin lansarea pe piaţă a unor sisteme de măsurare a energiei termice pentru consumatorii industriali, publici şi casnici, piaţă complet nouă pentru România.

La rândul lor, **strategiile de transformare şi de reorientare** pot fi adoptate de către acele întreprinderi care obţin în prezent performanţe economice corespunzătoare şi sunt bine adaptate contextului economic existent. Însă, pe baza diagnosticului strategic efectuat, întreprinderea constată că va trebui să activeze în viitor într-un mediu total diferit de cel existent în prezent, sub toate aspectele, motiv pentru care va recurge la transformări ale formei de organizare a afacerii, a structurii proprietăţii, potenţialului tehnic, strategiei de aprovizionare şi desfacere etc.

Aceste transformări îi deschid accesul către noi resurse de finanţare şi, implicit, către noi oportunităţi de afaceri, care să o ajute să aplice şi o strategie de reorientare, prin pătrunderea pe alte sectoare de activitate, mai atractive sub raport economic; strategiile de reorientare pot fi aplicate şi fără efectuarea în prealabil a unor operaţiuni de transformare, atunci când se doreşte pur şi simplu intrarea în alte tipuri de afaceri, iar întreprinderea are resurse materiale, financiare şi umane necesare diversificării activităţii. Strategia de reorientare reduce riscul afacerii, deoarece prin furnizarea de produse, lucrări şi servicii diversificate întreprinderea se adaptează din mers evoluţiilor conjuncturale.

O strategie de transformare a aplicat ROMTELECOM, care din regie autonomă a devenit, prin privatizare, societate comercială, cu obiective şi activităţi specifice societăţilor de acest tip, îmbunătăţindu-şi puterea financiară. O strategie de reorientare a adoptat grupul de firme Ana Industries şi Ana Co. care, pornind de la distribuţia şi vânzarea cu

[11] Allaire, Y., *apud* Bărbulescu, C. – *op. cit.*, pp. 167-168.

amănuntul a produselor electronice şi electrocasnice, şi-a extins activitatea în industria hotelieră şi alte ramuri.

În sfârşit, **strategiile de redresare sau de rentabilizare** pot fi adoptate atunci când întreprinderea obţine rezultate slabe sau nefavorabile, înregistrează pierderi sau nu este bine adaptată contextului economic existent, fiind nevoie de operaţiuni de restructurare şi privatizare. Adoptarea strategiei de redresare este absolut necesară pentru întreprinderile aflate în pragul falimentului; ea necesită un spirit de responsabilitate ridicat din partea managerilor, fiind în joc viitorul întreprinderii. Redresarea nu este posibilă fără operaţiuni de restructurare care au rolul de a readuce viabilitatea întreprinderii. Un asemenea tip de strategie a fost aplicată la SC Sidex Galaţi SA (actuala Mittal Steel Galaţi), care după privatizarea din anul 2001 a reuşit să reducă pierderile zilnice imense şi să obţină profit.

În cadrul procesului restructurării se urmăresc două direcţii strategice care trebuie regândite, şi anume:

- strategia activităţii de afaceri, unde se urmăreşte ce se produce, cum şi cât;
- strategia financiară, unde se are în vedere cât se încasează şi ce profit se obţine.

Aşadar, strategia de restructurare include o restructurare a afacerii, precum şi o restructurare financiară, după cum se observă în **Tabelul nr. 11.**

Strategia de schimbare prin restructurarea afacerii	Strategia de schimbare prin restructurare financiară
restructurare organizaţională şi dimensională	managementul lichidităţilor
elaborare de strategii sectoriale şi teritoriale pe termen scurt şi mediu	reducerea datoriilor
segmentarea afacerilor	folosirea adecvată a pârghiilor economico-financiare

Tabelul nr. 11
Strategia de restructurare a întreprinderii

Aplicarea cu succes a strategiilor de schimbare necesită parcurgerea următoarelor etape[12]:

1. înţelegerea necesităţii adoptării strategiei şi schimbarea cadrului mental al întreprinderii. Cadrul mental constituie o formă particulară de gândire ce caracterizează indivizi care au trăit şi muncit în acelaşi mediu timp îndelungat, fiind rezultatul unei culturi şi structuri specifice. El trebuie să devină receptiv la schimbare şi să impună demersurile necesare schimbării;

2.definirea obiectivului strategiei de schimbare, în funcţie de cultura şi structura dorite la nivelul întreprinderii;

3.alegerea tipului de strategie care se adaptează cel mai bine problemelor întreprinderii;

4.executarea strategiei şi evaluarea rezultatelor obţinute.

[12] Bărbulescu, C. – *op. cit.*, p. 169.

5.6. Implicarea autorităţilor publice în salvarea şi restructurarea firmelor aflate în dificultate prin acordarea de ajutoare de stat

Acordarea de ajutoare de stat pentru salvarea şi restructurarea firmelor aflate în dificultate se realizează de către Consiliul Concurenţei, pe baza unui regulament. Acest regulament stabileşte criteriile pe care Consiliul Concurenţei le aplică în vederea examinării conformităţii ajutorului de stat privind salvarea şi restructurarea firmelor aflate în dificultate cu prevederile Legii nr. 143 privind ajutorul de stat.

Regulamentul prezintă o importanţă particulară în actuala conjunctură economică din România, vizând în mod direct firmele aflate în procedură de reorganizare judiciară şi faliment; aplicarea sa trebuie să asigure menţinerea unei structuri de piaţă competitive. Regulamentul nu se aplică agenţilor economici din sectorul oţelului şi cărbunelui.

Conform regulamentului, o firmă va fi considerată în dificultate atunci când nu este capabilă, fie prin resurse financiare proprii, fie prin resursele pe care le poate obţine de la proprietari/acţionari sau creditori, să acopere pierderile care, în absenţa unei intervenţii din exterior din partea autorităţilor publice, o vor elimina din circuitul economic. Regulamentul conţine prevederi clare privind condiţiile în care poate fi autorizat un ajutor de stat pentru salvare şi un ajutor de stat pentru restructurare, după cum se observă în **Tabelul nr. 12.**

	Ajutor de stat pentru salvare	Ajutor de stat pentru restructurare
Caracteristici	temporar în perioada de acordare societatea trebuie să elaboreze un plan de restructurare sau lichidare	se bazează pe un studiu de fezabilitate coerent şi pe termen lung pentru revigorarea societăţii
Forme	limitat la împrumuturi sau garanţii pentru împrumuturi	poate lua forme diferite: infuzii de capital, anularea datoriilor, împrumuturi, scutiri de taxe sau de contribuţii la bugetul asigurărilor sociale de stat sau garanţii de stat pentru împrumuturi

Tabelul nr. 12
Tipologia ajutoarelor de stat pentru salvarea şi restructurarea firmelor aflate în dificultate

Un principiu specific al acestui regulament este principiul „prima şi ultima oară", conform căruia ajutorul de restructurare trebuie să fie acordat o singură dată, tocmai pentru a se evita asistarea anumitor firme într-o proporţie necorespunzătoare.

La rândul său, ajutorul de salvare este condiţionat de întocmirea unui plan de restructurare care trebuie să fie foarte bine fundamentat şi trebuie să demonstreze că societatea va fi revigorată pe termen lung. Planul de restructurare trebuie elaborat în aşa manieră încât să-i permită societăţii să progreseze într-o nouă structură care să îi confere viabilitate pe termen lung. O caracteristică pentru ambele tipuri de ajutoare este caracterul lor special, deoarece prin natura lor tind să denatureze concurenţa, fapt care impune o atitudine prudentă şi echilibrată din partea celor care le acordă.

5.7. Proceduri de lichidare a firmei

În cazul în care o companie a ajuns prea departe pentru a mai fi reabilitată, atunci trebuie lichidată. Este indicat ca lichidarea să aibă loc atunci când firma valorează mai mult moartă decât în viaţă sau când posibilitatea de obţinere a profitului este mult prea îndepărtată. Lichiditatea poate avea loc în afara Legii falimentului, cât şi prin procedura îndeplinită sub jurisdicţia unei curţi de faliment.

A) Lichidarea în afara legii falimentului şi insolvabilităţii

Prin acest procedeu se evită costurile procedurii de faliment şi se câştigă timp. Lichidarea se poate face prin **două căi:** mandatul şi lichidarea voluntară.

1. Mandatul este o procedură informală pentru lichidarea datoriilor şi asigură, de regulă creditorilor, o sumă mai mare decât în cazul lichidării prin legea falimentului. Prin mandat, titlul asupra activelor debitorilor trebuie transferat unei terţe persoane, numită **mandatar** sau **împuternicit**. Mandatarul are sarcina de a lichida activele prin vânzare privată sau licitaţie publică şi de a distribui apoi încasările creditorilor, în mod proporţional.

Mandatul nu îl absolvă automat pe debitor de obligaţii. Dacă o companie nu mai există şi iese din lumea afacerilor, nu înseamnă că încetează toate pretenţiile asupra sa.

Persoanele asociate cu firma pot organiza altă întreprindere, fără datoriile şi obligaţiile anterioare. Însă se menţine permanent pericolul ca instanţa judecătorească să tragă persoanele la răspundere. Din acest motiv, este important să se obţină o declaraţie de la creditori, prin care aceştia declară că pretenţiile le-au fost pe deplin compensate.

Mandatul prezintă anumite avantaje şi anume: timp mai redus de rezolvare şi lipsa cheltuielilor şi formalităţilor caracteristice unei acţiuni în justiţie. Mandatarul dispune de proprietăţi cu mai multă flexibilitate decât un administrator de faliment. Măsurile se pot lua mai curând, înainte ca stocurile să se uzeze sau echipamentele să ruginească. De asemenea, deoarece mandatarul este deseori familiar în relaţiile de afaceri ale firmei debitoare, se obţin rezultate mai bune.

2. Lichidarea voluntară. În cazul în care o firmă se apropie de faliment, ea poate lua o serie de decizii. O asemenea posibilitate este angajarea într-o lichidare voluntară fără a se implica în procesul de faliment, însoţit de anumite costuri.

Prin alegerea căii voluntare, conducerea ia o decizie deliberată de a vinde firma, fie unei alte firme, fie unui concern. Dacă managerii iau decizii în interesul acţionarilor, decizia voluntară trebuie să fie pentru acţionari cea mai avantajoasă. Acest fapt este posibil, în măsura în care managerii deţin un anumit număr de acţiuni la firmă. Prin urmare, la analiza unei lichidări voluntare, dividendul de lichidare este mai mare faţă de valoarea de piaţă a acţiunilor firmei care şi-ar continua activitatea.

Dacă lichidarea oferă cele mai bune rezultate pentru deţinătorii de acţiuni comune, atunci preţul acţiunii trebuie să crească la anunţul lichidării. Adesea există scurgeri de informaţii privind lichidarea şi zvonuri privind fuziunile potenţiale, fapt care determină creşterea preţului acţiunilor înainte de data efectivă a anunţului. Cercetările ştiinţifice au demonstrat că preţul acţiunilor poate creşte cu cel puţin 20% peste tendinţa generală a pieţei, într-o perioadă de o lună înainte de data anunţului. Astfel, lichidările voluntare reprezintă, totodată, acţiuni de creştere a averii.

B) Lichidarea prin Legea falimentului şi insolvabilităţii

Legea falimentului are trei funcţii[13] importante în timpul unei lichidări şi anume:

- asigură protecţia împotriva fraudei debitorului;
- asigură o distribuţie echitabilă a activelor debitorului către creditori;
- permite debitorilor insolvabili să fie absolviţi de toate obligaţiile şi să-şi înfiinţeze noi firme, fără povara datoriilor anterioare.

Cu toate acestea, lichidarea consumă mult timp, este costisitoare şi are ca efect închiderea întreprinderii. Punerea unei întreprinderi în stare de lichidare presupune realizarea următoarelor activităţi:

- administrarea procedurilor de falimentare de către experţi în domeniul juridic şi financiar;
- evaluarea şi vânzarea activului firmei;
- stabilirea ordinii de prioritate şi a proporţiei satisfacerii creditorilor.

În orice reorganizare a datoriilor financiare prin Legea falimentului se aplică **regula priorităţii absolute**, conform căreia datoriile financiare ce revin creditorilor cu prioritate mai mare trebuie stinse în totalitate, înaintea oricărei plăţi către creditori/proprietari cu o prioritate mai mică.

Dacă reorganizarea se efectuează în afara acestei legi, regula de prioritate utilizată va depinde de puterea de negociere a deţinătorilor de datorii şi acţiuni.

- adoptarea deciziei financiare de lichidare a firmei.

Aceste activităţi au caracter de consum în măsura în care produc serviciile cerute de procesul de lichidare şi de repartiţie financiară, în măsura în care onorează obligaţiile firmei faţă de proprietari, buget, furnizori, salariaţi.

Indiferent de calea urmată, reorganizare sau faliment, redresarea activităţii firmei impune cu titlu de obligaţie vânzarea, integrală sau parţială, a patrimoniului firmei pentru onorarea pasivului. O problemă foarte sensibilă este **ordinea în care sunt onorate datoriile pe care le are debitorul**, cu atât mai mult cu cât este foarte posibil ca o parte din pasiv să rămână neachitat şi după epuizarea integrală a patrimoniului şi a capitalului social.

Stingerea pasivului trebuie să se facă conform planului de reorganizare, din veniturile obţinute din continuarea activităţii, din sumele obţinute din vânzarea unor bunuri sau din ambele surse. Plata creanţelor trebuie făcută la termenele, în modalităţile şi în măsura stabilită prin plan. Programul de plată trebuie însă să respecte ordinea de satisfacere a creanţelor prevăzută de lege. Programul de plată prevăzut în plan este o aplicaţie concretă a ordinii legale de prioritate de satisfacere a creanţelor.

Creanţele vor fi plătite în următoarea ordine[14]:

- taxele, timbrele şi orice alte cheltuieli aferente procedurii, inclusiv pentru conservarea şi administrarea bunurilor din averea debitorului, precum şi plata remuneraţiilor persoanelor angajate pentru realizarea procedurii reorganizării judiciare şi a falimentului;
- creanţele izvorând din raporturi de muncă, pe cel mult 6 luni anterioare deschiderii procedurii;

---

[13] Halpern, P. ş.a. – *op. cit.*, p. 897.

[14] Legea nr. 85/5.04.2006 privind procedura insolvenţei, publicată în M. Of. nr. 359/21.04.2006 (modificată prin O.U.G. nr. 86/8.11.2006 şi Legea nr. 254/19.07.2007, publicată în M. Of. nr. 507/30.07.2007).

- creanţele reprezentând creditele, cu dobânzile şi cheltuielile aferente, acordate de societăţile bancare după deschiderea procedurii, precum şi creanţele ce rezultă din continuarea activităţii debitorului;
- creanţele bugetare;
- creanţele reprezentând sumele datorate de către debitor unor terţi în baza unor obligaţii de întreţinere, alocaţii pentru minori sau de plată a unor sume periodice destinate asigurării mijloacelor de existenţă;
- creanţele reprezentând sumele stabilite de judecătorul sindic pentru întreţinerea debitorului şi a familiei sale, dacă acesta este persoană fizică;
- creanţele reprezentând creditele bancare cu cheltuielile şi dobânzile aferente celor rezultate din livrări de produse, prestări de servicii sau alte lucrări, precum şi din chirii;
- alte creanţe chirografare (care nu au constituite garanţii faţă de patrimoniul debitorului şi nu au privilegii);
- creanţe subordonate, în ordinea de preferinţă prevăzută de lege. Creanţele subordonate izvorăsc din credite acordate persoanei juridice debitoare de către un asociat sau acţionar deţinând cel puţin 10% din capitalul social, respectiv din drepturile de vot în adunarea generală a asociaţilor ori, după caz, de către un membru al grupului de interes economic. Totodată, sunt creanţe subordonate cele care izvorăsc din acte cu titlu gratuit.

Creanţele pot fi:

- **creanţe de primul rang (credite bancare)**, numite şi creanţe garantate cu asigurare de primul rang;
- **creanţe de rangul doi (credite comerciale, obligaţiuni)**, numite şi creanţe garantate pe baza activului rămas după achitarea obligaţiilor anterioare.

Sumele de distribuit între creditorii aflaţi pe acelaşi rang de prioritate vor fi acordate proporţional cu suma alocată pentru fiecare creanţă menţionată în tabelul definitiv al creanţelor creditorilor.

În aplicarea procedurii de lichidare se vor urmări două principii:

- rapiditatea operaţiunilor;
- lichidarea bunurilor într-o manieră cât mai avantajoasă, pentru a fi satisfăcute creanţele creditorilor.

Ultimul act de lichidare este repartizarea activului net între asociaţi. O asemenea operaţiune este posibilă doar dacă după plata întregului pasiv al societăţii au mai rămas active ale societăţii a căror valoare să poată fi împărţită. Ulterior, se va întocmi bilanţul contabil final de lichidare care cuprinde toate operaţiunile referitoare la lichidare. El trebuie să fie semnat de lichidator şi însoţit de un raport al cenzorilor. Bilanţul şi raportul cenzorilor referitor la lichidare se menţionează în Registrul Comerţului şi se publică în Monitorul Oficial.

Mecanismele falimentului nu trebuie utilizate abuziv, în scopul facilitării unor preluări ale controlului. De asemenea, semnalele pentru declanşarea falimentului trebuie să fie stabilite în mod adecvat pentru a nu forţa intrarea în faliment a unor firme potenţial viabile. Instanţele trebuie să manifeste o atitudine prudentă, responsabilă şi profesionistă, acordând întreprinderii un interval de timp pentru a se salva prin reorganizare, sporind şansele de supravieţuire a afacerii.

BIBLIOGRAFIE SELECTIVĂ

1. Angheni, S., Volonciu, M., Stoica, C. – *Drept comercial*, Editura All Beck, Bucureşti, 2004
2. Avram, V. – *Managementul procesului de creare a valorii în contextul guvernării întreprinderii*, Editura Economică, Bucureşti, 2003
3. Bărbulescu, C. – *Pilotajul performant al întreprinderii*, Editura Economică, Bucureşti, 2000
4. Bierman, H., Smidt, S. – *The Capital Budgeting Decision. Economic Analysis of Investment Projects*, 8th edition, Mc Millan Publishing Company, New York, 1993
5. Brealey, R., Myers, S. – *Principles of corporate finance*, international edition (4th edition), Mc Graw-Hill Inc., London, 1991
6. Court, A. – *Haut de bilan. Trésorerie. Relations banques – entreprises*, Édition Lamy SA, Paris, 1993
7. Brezeanu, P. (coord.) – *Diagnostic financiar*, Editura Economică, Bucureşti, 2003
8. Dragotă, V. ş.a. – *Managementul financiar*; vol. I şi II, Editura Economică, Bucureşti, 2003
9. Dragotă, V. – *Politica de dividende. O abordare în contextul mediului economic din România*, Editura All Beck, Bucureşti, 2003
10. Gearbă, R. (coord.) – *Management financiar*, Editura Rentrop & Straton, Bucureşti, 2004
11. Halpern, P. ş.a. – *Finanţe manageriale*, Editura Economică, Bucureşti, 1998
12. Ionescu, V. C. – *Managementul firmelor mici şi mijlocii*, Editura Economică, Bucureşti, 2004
13. Kast, R. – *La théorie de la décision*, Édition La Decouverte, Paris, 1993
14. Lantz, J. S. – *Valorisation stratégique et financičre de l'entreprise*, Édition Maxima, Paris, 2004
15. Lynch, R. – *Strategia corporativă*, Editura ARC, Chişinău, 2002
16. Manolescu, Gh. – *Managementul financiar*, Editura Economică, Bucureşti, 1995
17. Mihai, E. – *Dreptul concurenţei*, Editura All Beck, Bucureşti, 2004
18. Nişulescu, I. – *Finanţarea şi reorganizarea întreprinderii*, Editura INFOMEDICA, Bucureşti, 1999
19. Obert, R., Delassale, E. – *Drept şi contabilitate*, Editura Economică, Bucureşti, 2002
20. Onofrei, M. – *Finanţele întreprinderii*, Editura Economică, Bucureşti, 2004
21. Patterson, Cleveland S. – *The Cost of Capital: Theory and Estimation*, Westport Conn, Quorum Books, New York, 1995

BCU BIBLIOTECA UNIVERSITARĂ LIBRARY

22. Piperea, Gh. – *Societăţi comerciale, piaţă de capital. Acquis comunitar*, Editura All Beck, Bucureşti, 2005
23. Popa, A. ş.a. – *Management financiar*, Editura Economică, Bucureşti, 2001
24. Ravary, L., Avare, Ph. – *Gestiune şi analiză financiară*, Editura Economică, Bucureşti, 2002
25. Robinson, S. – *Management financiar*, Editura Teora, Bucureşti, 1999
26. Schall, L., Haley, Ch. – *Introduction to Financial Management*, International edition, Mc Graw-Hill, Finance Series, New York, 1991
27. Stancu, I. – *Finanţe*, Editura Economică, Bucureşti, 2002
28. Terry, B. J. – *The International Handbook of Corporate Finance*, 3rd edition, Random House Inc., Chicago, 1997
29. Trenca, I. – *Managementul financiar al întreprinderii*, Editura Mesagerul, Cluj-Napoca, 1997
30. Verboncu, I. – *Diagnosticarea firmei. Teorie şi practică*, Editura Tehnică, Bucureşti, 2001

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY
B.C.U "M. EMINESCU" IASI

BCU IAS/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

8480/07
18.26

Lucrarea de față își propune să abordeze problematica extrem de importantă a managementului financiar, focalizată pe eficiența constituirii și utilizării capitalurilor. Mesajul principal al demersului nostru este acela că profesionalismul și calitatea deciziilor financiare sunt condiționate de procese de analiză și diagnostic financiar și nu de amatorism sau simpla inspirație de moment.

Cartea se adresează studenților de la facultățile de economie, drept, inginerie economică (la cursuri universitare și postuniversitare), persoanelor cu funcții de conducere atât din sectorul privat, cât și din cel public.

ISBN 978-973-115-149-6
9789731151496

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY